

Estudios económicos y financieros

Edición resumida

## **PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL**

### **Octubre de 2009**

Sustentar la recuperación



Fondo Monetario Internacional

©2009 International Monetary Fund  
Edición en español ©2009 Fondo Monetario Internacional

*Edición en inglés*

Producción: División de Servicios Multimedia del FMI  
Cubierta y diseño: Luisa Menjivar y Jorge Salazar  
Composición gráfica: Julio Prego

*Edición en español*

Sección de Español y Portugués  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales del FMI

**LA UTILIZACIÓN DEL CONTENIDO TITULADO “PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL: SUSTENTAR LA RECUPERACIÓN (OCTUBRE DE 2009)” IMPLICA LA ACEPTACIÓN DE LAS NORMAS QUE RIGEN SU USO:**

Se autoriza la utilización de este Contenido a las personas físicas para uso no comercial en un evento promocional. El Contenido no puede ser reproducido, almacenado, distribuido o compartido para su uso generalizado por grupos de usuarios internos o externos.

Los periodistas pueden reproducir el Contenido en el contexto de noticias de prensa, siempre que el uso del Contenido sea propicio y relativo a la difusión periodística impresa de un evento, y que el Contenido esté integrado con el texto. El Contenido DEBE atribuirse al FMI de la siguiente manera: “Fuente: FMI”.

El Contenido no puede ser reproducido, íntegramente o en parte, en ninguno de los formatos siguientes: formatos tabulares, aplicaciones analíticas, bases de datos numéricas, recopilaciones de perfiles geográficos o servicios de estudios y asesoría.

Cualquier otro uso no autorizado distinto de los aquí descritos exigirá una licencia del FMI.

Citación bibliográfica recomendada:  
Fondo Monetario Internacional, 2009, *Perspectivas de la economía mundial: Sustentar la recuperación* (Washington, octubre).

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.  
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: publications@imf.org  
Internet: [www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

# ÍNDICE

<b>Supuestos y convenciones</b>	<b>v</b>
<b>Prefacio</b>	<b>vii</b>
<b>Introducción de <i>Perspectivas de la economía mundial y Global Financial Stability Report</i></b>	<b>viii</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>xii</b>
<b>Capítulo 1. Perspectivas mundiales y cuestiones de política económica</b>	<b>1</b>
La recesión mundial está llegando a su fin	1
Desapalancamiento y lento crecimiento del empleo en el futuro	3
Las condiciones financieras han mejorado, pero siguen siendo difíciles	4
Escaso dinamismo del sector real	13
Continúa el apoyo de política económica, pero está disminuyendo	20
Escaso dinamismo de la recuperación y vulnerabilidad a una ligera deflación	31
Más allá de 2010: ¿Cómo se reequilibrará la economía mundial?	34
Riesgos para una recuperación sostenida	37
Apéndice 1.1. Situación y perspectivas de los mercados de materias primas	54
Referencias	69
<b>Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales</b>	<b>71</b>
La economía de Estados Unidos se estabiliza a medida que la crisis amaina	71
Asia: ¿Del repunte a la recuperación?	75
Europa: Una lenta recuperación por delante	80
Comunidad de Estados Independientes: Recuperación difícil para algunos y contención del daño para otros	85
Otras economías avanzadas: En la senda de la recuperación	88
América Latina y el Caribe: Los marcos de política económica favorecieron la capacidad de resistencia	89
Oriente Medio: Fortalecimiento de las perspectivas de crecimiento	92
África: Recobrar el impulso	95
<b>Cuadros complementarios: Proyecciones macroeconómicas clave, por región</b>	<b>99</b>
<b>Capítulo 3. Fluctuaciones de precios de los activos: Lecciones para la política monetaria</b>	
<i>Disponible en inglés en <a href="http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02">www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02</a></i>	
Desplomes de los precios de los activos en la era moderna	
Tendencias macroeconómicas previas a la crisis actual	
La función de la política monetaria	

## ÍNDICE

- ¿Deben reaccionar las autoridades ante las fluctuaciones en el mercado de activos?
- Conclusiones en materia de políticas
- Apéndice 3.1 Métodos econométricos
- Apéndice 3.2 Fuentes de datos
- Referencias

### **Capítulo 4. ¿Qué daño hubo? Dinámica del producto a mediano plazo después de una crisis financiera**

*Disponible en inglés en [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02)*

- ¿Se recupera el producto a mediano plazo?
- Descomposiciones: ¿Por qué no se recupera el producto agregado después de una crisis bancaria?
- ¿Qué factores están vinculados a las pérdidas de producto a mediano plazo?
- Implicaciones para las perspectivas después de la crisis financiera actual
- Apéndice 4.1 Fuentes de datos y metodologías
- Referencias

### **Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, septiembre de 2009**

*Disponible en inglés en [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02)*

### **Apéndice estadístico**

*Disponible en inglés en [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02)*

- Supuestos
- Novedades
- Datos y convenciones
- Clasificación de los países
- Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de *Perspectivas de la economía mundial*
- Lista de cuadros
  - Producto (cuadros A1–A4)
  - Inflación (cuadros A5–A7)
  - Política financiera (cuadro A8)
  - Comercio exterior (cuadro A9)
  - Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)
  - Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A15)
  - Flujo de fondos (cuadro A16)
  - Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A17)

# SUPUESTOS Y CONVENCIONES

En la preparación de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* se han adoptado los siguientes supuestos: el promedio de los tipos de cambio efectivos reales permanecerá constante en su nivel del período comprendido entre el 30 de julio y el 27 de agosto de 2009, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecerán constantes en términos nominales en relación con el euro; las autoridades nacionales mantendrán la política económica establecida (los supuestos concretos sobre la política fiscal y monetaria de los países industriales se indican en el recuadro A1); el precio medio del petróleo será de \$61,53 el barril en 2009 y \$76,50 el barril en 2010, y en el mediano plazo se mantendrá constante en términos reales; el promedio de la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. será de 1,2% en 2009 y 1,4% en 2010; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 1,2% en 2009 y 1,6% en 2010, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 0,7% en 2009 y 0,6% en 2010. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta mediados de septiembre de 2009.

En esta publicación se utilizan los siguientes símbolos:

- ... Indica que no se dispone de datos o que los datos no son pertinentes.
- Se usa entre años o meses (por ejemplo, 2006–07 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.
- / Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2006/07) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.

Los “puntos básicos” son centésimos de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a  $\frac{1}{4}$  de punto porcentual).

El signo \$ corresponde al dólar de EE.UU.

En los gráficos y cuadros del texto, las áreas sombreadas indican proyecciones del personal técnico del FMI.

Cuando no se menciona la fuente en los cuadros y gráficos, los datos provienen de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de su economía.

En algunos casos el total no coincide con la suma de los componentes, debido al redondeo de las cifras.

En esta publicación, el término “país” no se refiere en todos los casos a una entidad territorial que constituya un Estado conforme al derecho y a la práctica internacionales; el término puede designar también algunas entidades que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

## INFORMACIÓN ADICIONAL

La versión completa en inglés de *Perspectivas de la economía mundial* se publica en el sitio del FMI en Internet, [www.imf.org](http://www.imf.org), donde también se publica una compilación más completa de información extraída de la base de datos utilizada para este estudio. Los archivos, que contienen las series de datos que solicitan con más frecuencia los lectores, pueden copiarse en una computadora personal utilizando diferentes programas informáticos.

Las consultas sobre el contenido de *Perspectivas de la economía mundial* y la base de datos de este estudio pueden enviarse por carta, correo electrónico o fax (no se aceptan llamadas telefónicas) a:

World Economic Studies Division  
Research Department  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, D.C. 20431, EE.UU.  
Correo electrónico: [weo@imf.org](mailto:weo@imf.org)      Fax: (202) 623-6343

## PREFACIO

Los análisis y las proyecciones que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* forman parte integral de la supervisión que ejerce el FMI con respecto a la evolución y las políticas económicas de los países miembros, los acontecimientos en los mercados financieros internacionales y el sistema económico mundial. El análisis de las perspectivas y políticas es producto de un minucioso examen de la evolución económica mundial que llevan a cabo varios departamentos del FMI, tomando principalmente como base la información que recogen los funcionarios de la institución en sus consultas con los países miembros. Dichas consultas están a cargo sobre todo de los departamentos regionales —el Departamento de África, el Departamento de Asia y el Pacífico, el Departamento de Europa, el Departamento del Oriente Medio y Asia Central, y el Departamento del Hemisferio Occidental—, conjuntamente con el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación, el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, y el Departamento de Finanzas Públicas.

El análisis que se presenta en este informe ha sido coordinado por el Departamento de Estudios, bajo la dirección general de Olivier Blanchard, Consejero Económico y Director de Estudios. El proyecto ha estado dirigido por Jörg Decressin, Jefe de División del Departamento de Estudios.

Los principales colaboradores fueron Abdul Abiad, Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Stephan Danninger, Antonio Fatás, Prakash Kannan, Daniel Leigh, Pau Rabanal, Alasdair Scott, Marco Terrones e Irina Tytell. Toh Kuan, Gavin Asdorian, Stephanie Denis, Angela Espiritu, Murad Omoey, Andy Salazar, Min Kyu Song, Ercument Tulun y Jessie Yang colaboraron en las tareas de investigación. Mahnaz Hemmati y Emory Oakes procesaron los datos y operaron los sistemas de informática. Jemille Colon, Tita Gunio, Shanti Karunaratne, Patricia Medina y Sheila Tomilloso Igcasenza se encargaron de la preparación del texto en inglés. Julio Prego asistió en el diseño gráfico. También colaboraron Irena Asmundson, Kevin Cheng, Nese Erbil, Deniz Igan, Thomas Helbling, Armine Khachatryan, Heejin Kim, Prakash Loungani, Shaun Roache, Jair Rodríguez, Marina Rousset y Mika Saito. Charles Collyns y David Romer, del Departamento de Estudios, brindaron asesoramiento y apoyo. El asesor externo fue Jordi Galí, y Linda Griffin Kean, del Departamento de Relaciones Externas, coordinó la producción de la publicación. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales.

El análisis se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de funcionarios de otros departamentos del FMI, y de los directores ejecutivos tras el debate de este informe el día 16 de septiembre de 2009. No obstante, cabe aclarar que las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no deben atribuirse a los directores ejecutivos ni a las autoridades nacionales que representan.

# INTRODUCCIÓN DE *PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT*

## **La recuperación está en marcha: El reto es sustentarlo**

La economía mundial se encuentra nuevamente en expansión y las condiciones financieras mejoraron notablemente. Sin embargo, pasará tiempo hasta que se despeje sustancialmente el panorama del empleo.

Las economías emergentes y en desarrollo están más adelantadas en la senda hacia la recuperación gracias al resurgimiento de Asia; en general, las economías emergentes soportaron la turbulencia financiera mucho mejor de lo que cabía esperar a la luz de la experiencia, y lo hicieron en virtud del afianzamiento de los marcos de política económica. Pero la reanimación de la actividad está ocurriendo a nivel más amplio, incluso en las grandes economías avanzadas. El optimismo de los mercados financieros y la propensión al riesgo están nuevamente a la vista, los bancos han logrado movilizar capitales, los mercados de financiamiento mayorista han vuelto a abrir las puertas y los riesgos en los mercados emergentes han disminuido.

El motor de esta reactivación lo constituyen políticas públicas energéticas adoptadas por economías avanzadas y emergentes, que, junto con las medidas desplegadas por el FMI a escala internacional, alejaron las inquietudes en torno a un colapso financiero sistémico, apuntalaron la demanda y disiparon casi por completo el temor a una depresión mundial. Esa aprensión había contribuido a la caída más pronunciada de la actividad y del comercio internacional desde la segunda guerra mundial. Los bancos centrales se apresuraron a instituir recortes excepcionalmente pronunciados de las tasas de interés y a lanzar medidas inusitadas para inyectar liquidez y sustentar el crédito. Los gobiernos pusieron en marcha extensos programas de estímulo fiscal mientras sometían a los bancos a pruebas de tensión y los respaldaban con garan-

tías e inyecciones de capital. El FMI, por su parte, recurrió a su capacidad crediticia ampliada y a sus mecanismos flexibilizados para ayudar a las economías emergentes y en desarrollo a afrontar los riesgos generados por la crisis. Sumadas, estas medidas diluyeron la incertidumbre y reforzaron la confianza.

Pero no hay lugar para la autocoplacencia. Pese a estos avances, se prevé que la recuperación será lenta y, durante bastante tiempo, insuficiente para reducir el desempleo. Además, la pobreza podría agudizarse significativamente en una serie de economías en desarrollo cuyo PIB real per cápita se está contrayendo por primera vez en diez años. La actividad podría reavivarse rápidamente a corto plazo, pero las fuerzas que están alimentando el repunte actual —vigoresos estímulos fiscales, respaldo de los bancos centrales a los mercados de crédito y reposición tras recortes de producción y reducciones de existencias excepcionalmente drásticos— son pasajeras en parte y se debilitarán a lo largo de 2010.

Otra limitación crítica que frena el ritmo de la recuperación son las restricciones a la disponibilidad del crédito. El desapalancamiento bancario limitará la oferta de crédito durante el resto de 2009 y parte de 2010 tanto en Estados Unidos como en Europa, donde la oferta de crédito depende aún más del sistema bancario. Los balances de los bancos se han beneficiado de campañas de movilización de capitales y niveles positivos de utilidades, pero continuarán estando comprimidos como consecuencia del deterioro constante del crédito. De acuerdo con nuestro análisis, los bancos estadounidenses ya han reconocido algo más de la mitad de las pérdidas proyectadas hasta 2010 a causa de activos dañados. En Europa el reconocimiento de las pérdidas está menos adelantado, debido a las diferencias del ciclo económico. Aunque el aumento de las utilidades bancarias está sustentando la capitalización, seguramente no compensará del todo

las rebajas contables durante los 18 próximos meses. Además, es probable que las utilidades en su estado estable sean inferiores a los registros previos a la crisis, y se prevé que las reformas de la regulación bancaria que están en curso reducirán el ingreso neto y encarecerán el autoaseguramiento al incrementar las exigencias de capitalización y liquidez. Las proyecciones para las economías emergentes presumen que los flujos de capital, que sufrieron un duro golpe el año pasado, se estabilizarán o crecerán moderadamente. El crecimiento del crédito seguirá disminuyendo o se mantendrá a niveles muy bajos, lo cual desalentará la inversión, con la excepción notable de China. En términos generales, es poco probable que se produzca una contracción significativa del crédito, excepto en algunas economías emergentes de Europa y partes de la Comunidad de Estados Independientes.

Entre tanto, el consumo y la inversión están recobrando el aliento lentamente, lastrados por la necesidad de sanear los balances, la abundante capacidad excedentaria y las fuertes limitaciones al financiamiento, y el creciente desempleo, que según lo proyectado tocará un máximo superior a 10% de la fuerza laboral en las economías avanzadas. El consumo será particularmente débil en las economías avanzadas, especialmente en las que experimentaron auges crediticios, burbujas en el sector de la vivienda y profundos déficits en cuenta corriente, como Estados Unidos, el Reino Unido y otras economías europeas (especialmente emergentes). Los consumidores estadounidenses, en particular, probablemente mantengan tasas de ahorro sustancialmente más altas que antes de la crisis.

Por ende, *Perspectivas de la economía mundial* proyecta una contracción de la actividad de alrededor de 1% en 2009 y una expansión de alrededor de 3% en 2010, es decir, muy por debajo de los niveles previos a la crisis.

Los riesgos a la baja siguen siendo preocupantes. El más apremiante es que persista la aguda debilidad de la demanda en las economías avanzadas. En ese caso, las autoridades pueden verse enfrentadas a la espinosa disyuntiva de mantener el estímulo fiscal, poniendo en juego la sosteni-

bilidad de la deuda, o eliminarlo paulatinamente, arriesgando interacciones perniciosas entre la actividad real, la salud del sector financiero y la situación fiscal. Sin embargo, también existe la posibilidad de una sorpresa agradable. Concretamente, una vez que se han disipado los temores a un crash parecido al de los años treinta y se ha renovado vigorosamente el optimismo de los mercados financieros, podría producirse a corto plazo un aumento inesperadamente fuerte del consumo y la inversión.

## Retos para la política económica

Sería prematuro que las autoridades cejaran en el empeño por restablecer la salud del sector financiero y robustecer la demanda con políticas macroeconómicas expansivas. El reto consiste en impedir que el continuo respaldo a corto plazo distorsione los incentivos y ponga en peligro los balances públicos, con consecuencias perjudiciales a mediano plazo. Además, las políticas deben comenzar a abordar los principales retos a mediano plazo, entre ellos la necesidad de reformar los sistemas financieros, impulsar el crecimiento potencial y reequilibrar los patrones de la demanda mundial.

Pese a los déficits ya grandes y a la creciente deuda pública de muchos países, será necesario mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación se afirme, y posiblemente ampliarlo o prolongarlo más allá de lo actualmente planificado si se hacen realidad los riesgos a la baja para el crecimiento. Sin embargo, es probable que la política fiscal tenga una eficacia decreciente como sostén de la demanda si los inversionistas y los contribuyentes no tienen la seguridad de que, llegado el momento, se recortarán los déficits y la deuda. Para eso probablemente se necesite una voluntad decidida de contención del gasto, reformando los derechos automáticos a prestaciones y comprometiéndose a efectuar recortes drásticos de los déficits una vez que la recuperación avance a paso firme. Esos recortes podrían ganar en credibilidad a través de marcos fiscales más sólidos, integrados entre otras cosas por reglas fiscales adecuadas y mecanismos

rigurosos de cumplimiento que contribuyan a frenar las presiones de gasto cuando retorne la prosperidad.

Las autoridades monetarias deben decidir dos cuestiones fundamentales: cuándo comenzar a endurecer la política y cómo reducir los abultados balances de los bancos centrales. Los retos para las economías avanzadas y las emergentes son diferentes. En las economías avanzadas, los bancos centrales con contadas excepciones pueden permitirse condiciones acomodaticias durante un período extenso porque la inflación probablemente se mantendrá moderada mientras la brecha del producto siga siendo amplia. Además, la política monetaria deberá dar cabida al impacto del desmantelamiento paulatino del respaldo fiscal. Llegado el momento, existen instrumentos para comenzar a endurecer las condiciones monetarias aun cuando los balances de los bancos centrales estén mucho más cargados de lo habitual. El ritmo de descompresión de esos balances dependerá del ritmo de normalización de las condiciones de mercado y de los tipos de intervención realizados. Gracias a la regulación de las valoraciones, las operaciones de liquidez a corto plazo ya están llegando naturalmente a su fin a medida que mejoran las condiciones del mercado. Sin embargo, podría llevar mucho más tiempo evacuar los activos ilíquidos acumulados en los balances de algunos bancos centrales.

Entre las economías emergentes la situación es más variada, pero es probable que el momento de comenzar a endurecer la política monetaria llegue antes que en las economías avanzadas. En algunos casos quizás sea necesario flexibilizar el tipo de cambio para poder crear un ambiente monetario más restrictivo que en las economías avanzadas y alejar el riesgo de nuevas burbujas de precios de los activos.

En cuanto al sector financiero, las autoridades tienen ante sí dos grandes retos. El primero es lograr que los mercados y los bancos puedan sustentar la recuperación económica, y exige más que nada redoblar los esfuerzos por incrementar los capitales de los bancos y sanear sus balances. Hasta el momento el avance ha sido

solo parcial. Las pruebas de estrés oficiales son instrumentos importantes para diagnosticar la condición de los bancos y elaborar estrategias adecuadas de recapitalización y reestructuración de las instituciones viables, y resolución cuidadosa de las instituciones no viables. Además, es necesario comunicar con claridad las estrategias de desmantelamiento del respaldo público para guiar los mercados. Los programas deberán eliminarse de manera muy paulatina, utilizando incentivos de mercado para ir diluyendo la dependencia del apoyo público. Además, la claridad en torno a las nuevas regulaciones de capital, las exigencias sobre riesgos de liquidez, el previsionamiento, las normas contables y, de ser posible, los acuerdos sobre estrategias de resolución, será fundamental para que los bancos puedan decidir cómo desplegar sus recursos y qué líneas comerciales tienen probabilidades de rentabilidad.

El segundo reto consiste en llevar a cabo reformas financieras que impidan una crisis parecida en el futuro. Esa meta exige cambios profundos de las políticas prudenciales, que no deben peligrar a causa de la creciente confianza en que lo peor de la crisis ya se ha superado, el temor a perder ventajas competitivas nacionales o la preocupación de que las soluciones ideales sean técnicamente inviables. Cuatro temas merecen especial mención. Primero, es necesario ampliar y flexibilizar el perímetro de la regulación para abarcar todas las instituciones sistémicamente importantes, creando a la vez incentivos para impedir que sigan creciendo las instituciones que, por su tamaño o sus conexiones, se consideran actualmente inabandonables a la quiebra. Segundo, habrá que fomentar una disciplina de mercado eficaz promoviendo la transparencia y la divulgación, así como la reforma de la gobernabilidad de las instituciones financieras. Tercero, los marcos macroprudenciales deben llevar a los bancos a acumular más reservas, en forma de capitalización y aprovisionamiento, en los días de bonanza con destino a las malas épocas. Y, cuarto, es necesario estrechar la colaboración y la coordinación internacional para abordar debidamente los retos que

plantean las instituciones transfronterizas. De cara al futuro, para evitar una crisis parecida, se necesitarán no solo reglas más eficaces (mediante una regulación reforzada), sino también una ejecución adecuada de las reglas (mediante una supervisión eficaz) y un comportamiento prudente por parte de las instituciones financieras (mediante procesos internos apropiados de control del riesgo).

### **Reequilibrio de la demanda mundial**

Otra condición fundamental para lograr un crecimiento saludable sostenido a mediano plazo será reequilibrar el patrón mundial de la demanda. Concretamente, muchas economías con superávits en cuenta corriente que siguieron estrategias de crecimiento liderado por la exportación tendrán que apoyarse más en el crecimiento de la demanda interna para compensar la probable moderación de la demanda interna en las economías deficitarias que sufrieron colapsos de los precios de los activos (ya sea acciones o

viviendas). Del mismo modo, muchos países con déficits externos tendrán que depender menos de la demanda interna y más de la externa. Ello requerirá reformas estructurales significativas, muchas de las cuales son necesarias también para estimular el producto potencial, vapuleado por la crisis. Será crítico reparar los sistemas financieros, mejorar la gobernabilidad del sector corporativo y la intermediación financiera, estimular la inversión pública y reforzar las redes de protección social.

En lo que respecta a las políticas sociales, el aumento del desempleo constituirá un serio reto para muchas economías avanzadas, al que habrá que hacer frente robusteciendo los ingresos, capacitando a los desempleados y facilitando los ajustes salariales frente a los shocks. La crisis significa también un revés para la lucha contra la pobreza en muchos países de bajo ingreso, y se necesitará un apoyo firme e ininterrumpido de los donantes para defender los grandes adelantos logrados por estos países hacia la estabilización económica.

Olivier Blanchard  
*Consejero Económico*

José Viñals  
*Consejero Financiero*

# RESUMEN EJECUTIVO

*Tras una profunda recesión mundial, el crecimiento económico ha entrado en terreno positivo gracias a extensas intervenciones públicas que apuntalaron la demanda y alejaron la incertidumbre y el riesgo sistémico en los mercados financieros. La recuperación seguramente será lenta: los sistemas financieros siguen dañados, el respaldo público deberá retroceder poco a poco, y los hogares y las economías que vieron desplomarse los precios de los activos continuarán reconstituyendo los ahorros mientras luchan con un desempleo elevado. La misión crítica para la política económica sigue siendo restablecer la salud del sector financiero y mantener al mismo tiempo políticas macroeconómicas propias hasta que la recuperación se afiance. Con todo, las autoridades deben comenzar a prepararse para un desmantelamiento ordenado de los niveles extraordinarios de intervención pública.*

## **La recesión mundial está finalizando, pero la recuperación se perfila moderada**

La economía mundial parece estar nuevamente en expansión, impulsada por el enérgico desempeño de las economías asiáticas y por una estabilización o una ligera reactivación en otras regiones. En las economías avanzadas, la histórica intervención pública estabilizó la actividad e incluso restituyó un crecimiento ligero en varias economías. En términos generales, las economías emergentes y en desarrollo están más adelantadas en la senda hacia la recuperación, gracias al resurgimiento de Asia. El reciente repunte de los precios de las materias primas y las políticas que lo propiciaron están ayudando a muchas de estas economías. La crisis asentó un golpe especialmente duro a muchas economías emergentes de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes, y en términos generales su evolución está rezagada en comparación con otras regiones.

El ritmo de la recuperación es lento y la actividad se mantiene muy por debajo de los niveles

previos a la crisis. A la vanguardia de la reactivación se encuentran el repunte de la manufactura y la inflexión del ciclo de existencias; se observan algunos indicios de estabilización paulatina de las ventas minoristas, afianzamiento de la confianza de los consumidores y consolidación de los mercados de la vivienda. A medida que mejoran las perspectivas, los precios de las materias primas dejan atrás los mínimos registrados este año, y el comercio mundial comienza a reavivarse.

El motor de la reactivación son políticas públicas enérgicas adoptadas por las economías avanzadas y por muchas economías emergentes que apuntalaron la demanda y disiparon casi del todo el temor a una depresión mundial. Ese temor contribuyó a la caída más pronunciada de la actividad y del comercio internacional desde la segunda guerra mundial. Los bancos centrales se apresuraron a instituir recortes excepcionalmente hondos de las tasas de interés y a lanzar medidas inusitadas para inyectar liquidez y sustentar el crédito. Los gobiernos pusieron en marcha importantes programas de estímulo fiscal, al tiempo que apoyaban a los bancos con garantías e inyecciones de capital. Sumadas, estas medidas diluyeron la incertidumbre y reforzaron la confianza, promoviendo la mejora de las condiciones financieras, que se manifestó entre otras cosas en fuertes repuntes en numerosos mercados y en la reanimación de las corrientes internacionales de capital. Sin embargo, la situación sigue siendo muy difícil para los prestatarios menos calificados. En términos más generales, como señala la edición de este mes del informe *Global Financial Stability Report (GFSR)*, el riesgo de un vuelco constituye una preocupación considerable para el mercado y varios indicadores del estrés financiero se mantienen elevados.

De cara al futuro, las fuerzas públicas que alimentan esta recuperación irán debilitándose gradualmente, en tanto que las fuerzas reales y financieras pese a tomar cuerpo poco a poco

siguen siendo débiles. Concretamente, el estímulo fiscal disminuirá y la reconstitución de existencias perderá influencia paulatinamente. Entre tanto, el consumo y la inversión están recobrando el aliento lentamente, ya que las condiciones financieras siguen siendo duras en muchas economías. Por ende, de acuerdo con las proyecciones, tras contraerse alrededor de 1% en 2009, la actividad mundial se expandirá aproximadamente 3% en 2010, un nivel muy inferior a las tasas registradas antes de la crisis. Estas proyecciones representan una ligera revisión al alza de las presentadas en la actualización de Perspectivas de la economía mundial de julio de 2009.

- Las economías avanzadas experimentarían una expansión anémica durante gran parte de 2010 y el desempleo continuaría aumentando hasta muy entrado el año. El crecimiento anual de 2010 rondaría 1¼%, tras una contracción de 3½% en 2009. La recuperación de la actividad se observa con más claridad en el último trimestre: se prevé que entre el cuarto trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010 el PIB real crecerá más o menos 1¾%, en comparación con una expansión de alrededor de ½% (anualizado) durante el segundo semestre de 2009 y una contracción de 2% el primero.
- En las economías emergentes, el crecimiento del PIB real está previsto en casi 5% para 2010, frente a 1¾% en 2009. El repunte está liderado por China, India y otras economías emergentes de Asia. Otras economías emergentes están registrando ligeras reactivaciones, facilitadas por políticas de estímulo y por la mejora de las condiciones comerciales y financieras internacionales.

Los riesgos a la baja para el crecimiento están disminuyendo paulatinamente, pero siguen siendo preocupantes. El principal riesgo a corto plazo es que la recuperación se estanke. El abandono prematuro de las políticas monetarias y fiscales acomodaticias parece ser un riesgo considerable, dado que el repunte que generaron estas políticas podría confundirse con un incipiente reavivamiento vigoroso de la demanda privada. En general, la frágil economía mun-

dial aún parece vulnerable a una variedad de shocks, entre ellos el encarecimiento del petróleo, un retorno virulento de la gripe porcina, sucesos geopolíticos o un resurgimiento del proteccionismo.

Sin embargo, los riesgos a corto plazo no son solo a la baja, como lo demuestra la mejora reciente e inesperadamente rápida de las condiciones financieras. En particular, la disipación del temor a un crash como el de los años treinta —lograda gracias a las políticas públicas— y la sólida recuperación del optimismo en los mercados financieros podrían desembocar en una escalada imprevistamente fuerte del consumo y la inversión en una serie de economías avanzadas y emergentes.

A mediano plazo, otros riesgos importantes amenazan una recuperación sostenida, sobre todo en las principales economías avanzadas. En el flanco financiero, una grave inquietud es que el continuo escepticismo público en torno a lo que se percibe como un rescate de las propias empresas consideradas responsables de la crisis erosione el respaldo de la ciudadanía a favor de una reestructuración financiera, sentando las condiciones para un prolongado estancamiento. En el flanco macroeconómico, el riesgo más grave es el empeoramiento de la situación fiscal, en parte como resultado de las medidas adoptadas para apuntalar el sector financiero.

## Más allá de 2010: Reequilibrar la economía mundial

La condición fundamental para lograr un crecimiento saludable sostenido a mediano plazo será corregir los trastornos de la oferta causados por la crisis y reequilibrar el patrón mundial de la demanda.

### Reducción del producto potencial

Serán necesarias una reestructuración de las empresas financieras y una recomposición de los mercados para generar el crédito que exige un aumento sostenido de la inversión y la productividad, además de una redistribución de la

mano de obra entre sectores. Los datos históricos presentados en el capítulo 4 indican que por lo general las crisis financieras causaron daños grandes y permanentes en el producto, aunque es difícil determinar su magnitud y los resultados son ampliamente variados. Las proyecciones actuales del producto a mediano plazo son efectivamente muy inferiores a las que se contemplaban antes de la crisis, lo que es coherente con una pérdida permanente del producto potencial. La inversión ya se redujo notablemente, sobre todo en las economías golpeadas por crisis financieras e inmobiliarias, lo cual sumado a la creciente tasa de descarte a medida que las empresas quiebran o se reestructuran está reduciendo la masa de capital efectivo. Además, se prevé que las tasas de desempleo seguirán siendo elevadas a mediano plazo en varias economías avanzadas.

### Reequilibrio del lado de la demanda

Como complemento de la corrección del lado de la oferta, también habrá que ajustar los patrones de la demanda internacional para de sostener una recuperación dinámica. Concretamente, muchas economías que siguieron estrategias de crecimiento liderado por la exportación y acumularon superávits en cuenta corriente tendrán que apoyarse más en la demanda interna y la importación. Esto ayudará a compensar la moderación de la demanda interna en las economías que solían incurrir en déficits en cuenta corriente y que sufrieron colapsos de los precios de los activos (acciones o vivienda), como Estados Unidos, el Reino Unido, parte de la zona del euro y muchas economías emergentes de Europa. Para hacer lugar a los cambios del lado de la demanda, también será necesario hacer ajustes del lado de la oferta en numerosos flancos; por ejemplo, reparando los sistemas financieros, mejorando la gobernabilidad del sector corporativo y la intermediación financiera, estimulando la inversión pública y reformando las redes de protección social para desalentar el ahorro precautorio. Sin embargo, aun si todos los países se comprometieran firmemente a llevar a cabo esta reforma y otras parecidas, reequilibrar la demanda mundial

será un proceso dilatado y tendrá que estar respaldado por la flexibilización de los tipos de cambio.

### Retos para la política económica

Las prioridades máximas de la política económica siguen siendo restablecer la salud del sector financiero y mantener políticas macroeconómicas propicias hasta que la recuperación se encuentre afianzada, aunque las autoridades al mismo tiempo deben comenzar los preparativos para desmantelar los extraordinarios niveles de intervención pública. El abandono prematuro del estímulo parece ser el riesgo más grave a corto plazo, pero la formulación de la estrategia macroeconómica que se aplicará a mediano plazo, más allá de la crisis, es crítica para mantener la confianza en la solvencia fiscal y para preservar la estabilidad financiera y de precios. El reto es encontrar un término medio entre desmantelar las intervenciones públicas demasiado pronto, lo que haría peligrar los adelantos logrados hacia la recuperación y la estabilidad financiera, y retirarlas demasiado tarde, distorsionando los incentivos y dañando los balances públicos.

### Cuándo endurecer las condiciones monetarias

Para las autoridades monetarias, las decisiones clave son cuándo comenzar a endurecer la política y cómo reducir los abultados balances de los bancos centrales. Estos dos objetivos no presentan necesariamente grandes conflictos porque existen instrumentos para endurecer las condiciones monetarias aun cuando los balances están mucho más cargados de lo habitual. El ritmo de descompresión de los balances de los bancos centrales depende del ritmo de normalización de las condiciones de mercado y de los tipos de intervención realizados.

En cuanto al momento en que corresponde restringir las condiciones monetarias, los retos para las economías avanzadas y las emergentes son diferentes. En las economías avanzadas, los bancos centrales con contadas excepciones pueden permitirse condiciones acomodaticias durante un período extenso porque la inflación

probablemente se mantenga moderada mientras la brecha del producto siga siendo amplia. Además, las autoridades monetarias deberán dar cabida al impacto del desmantelamiento paulatino del respaldo fiscal. Entre las economías emergentes la situación es más variada, y en varias de ellas probablemente convenga comenzar a aplicar una política monetaria más restrictiva antes que en las economías avanzadas. En algunos casos, para alejar el riesgo de nuevas burbujas de precios de los activos quizás sea necesario flexibilizar el tipo de cambio, evitando así importar una distensión monetaria excesiva de las economías avanzadas.

Como enfatiza la edición de este mes del informe *GFSR*, es probable que muchas economías sigan necesitando apoyo de los bancos centrales durante todo el año próximo como mínimo, y podría llevar mucho más tiempo evacuar los activos ilíquidos acumulados en los balances de algunos de ellos. En el ínterin, los bancos centrales poseen herramientas para absorber reservas y endurecer así las condiciones monetarias. Más allá de los retos a corto plazo, cabe preguntarse algunas de las lecciones de la crisis para la conducción de la política monetaria. Los datos históricos hacen pensar que un nivel relativamente estable de inflación y crecimiento del producto ofrece escasa protección cuando el estallido de una burbuja de precios de los activos sacude profundamente una economía: el producto y la inflación son malos predictores de los colapsos de precios de los activos. El capítulo 3 muestra que otras variables especialmente la expansión del crédito y el saldo en cuenta corriente son mejores predictores y que quizás merezcan recibir más atención por parte de las autoridades monetarias. Por ende, si se agudiza la inquietud en torno a la demanda interna y los precios de los activos, convendrá que las autoridades se planteen para el año próximo y quizás el siguiente una política monetaria más dura de lo estrictamente necesario para mantener controlada la inflación. En el capítulo también se argumenta que las autoridades deben pensar en complementar las metas de inflación con herramientas macroprudenciales para ayudar a estabilizar las economías.

Las herramientas macroprudenciales tienen la ventaja de funcionar directamente en sentido contrario a los ciclos crediticios y así pueden complementar la función de las tasas de interés en la estabilización económica. Sin embargo, es necesario tener expectativas realistas sobre lo que se puede lograr.

### **Mantener el respaldo fiscal salvaguardando la sostenibilidad fiscal**

Pese a los déficits ya profundos y a la creciente deuda pública de muchos países, será necesario mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación se encuentre afirmada, y posiblemente ampliarlo o prolongarlo más allá de lo actualmente planificado si se hacen realidad los riesgos a la baja para el crecimiento. Por eso, los gobiernos deben estar preparados para desplegar nuevas iniciativas, según sea necesario. Al mismo tiempo, deben comprometerse a recortar ampliamente los déficits una vez que la recuperación esté bien encauzada y deben comenzar a abordar los retos fiscales a largo plazo con reformas que impriman mayor sostenibilidad a las finanzas públicas. Esos recortes podrían verse facilitados con marcos fiscales más sólidos, integrados entre otras cosas por reglas fiscales adecuadas y mecanismos rigurosos de cumplimiento. Estos marcos y reglas pueden ayudar a contener las presiones de gasto cuando retorne la prosperidad, de modo que los inversores sientan cierta tranquilidad sabiendo que los déficits y la deuda disminuirán llegado el momento, lo que es fundamental para recuperar un margen significativo para la política anticíclica y reconquistar el apoyo público a favor de los mercados financieros; ambos serán necesarios para hacer frente a shocks futuros.

### **Sanear los sectores financieros mientras se reforman los marcos prudenciales**

Para retomar la senda de crecimiento sostenido es indispensable sanear el sector financiero y reformar los marcos prudenciales. La reestructuración de las actividades de las empresas financieras es vital para la normalización del cré-

dito. Como se explica con más detalles en la edición de este mes del informe *GFSR*, eso exige la rectificación de los balances, la recapitalización y la elaboración de nuevos planes comerciales que sean coherentes con nuevos modelos de financiamiento y nuevos marcos prudenciales. Hasta el momento se ha adelantado muy poco en la eliminación de los activos dañados de los balances de los bancos. Ahora el problema más apremiante es el deterioro de la calidad de los activos. En ese sentido, las pruebas de estrés oficiales son instrumentos importantes para diagnosticar la condición de los bancos y elaborar estrategias adecuadas de recapitalización y reestructuración de las instituciones viables, y resolución cuidadosa de las instituciones no viables. El avance entre los distintos países al respecto ha sido desigual, y resulta preocupante observar que el respaldo público a favor de la recapitalización enfrenta obstáculos políticos. Las estrategias de salida deben estar claramente expresadas para ayudar a guiar a los mercados. Los bancos tienen por delante un aluvión de vencimientos en los dos próximos años, lo cual exacerba el riesgo de refinanciamiento. En vista de estas circunstancias, los programas deberán desmantelarse de manera muy paulatina, utilizando incentivos de mercado para ir diluyendo la dependencia del apoyo público.

En cuanto a la reforma fundamental, el logro de cambios profundos no debe peligrar a causa de la creciente confianza en que lo peor de la crisis ya se ha superado, el temor a perder ventajas competitivas nacionales o la preocupación de que las soluciones ideales sean técnicamente inviables. Como subraya el citado informe *GFSR*, cuatro metas merecen especial mención. Primero, es necesario ampliar y flexibilizar el perímetro de la regulación para abarcar todas las instituciones sistémicamente importantes, creando a la vez incentivos para impedir que sigan creciendo las instituciones que, por su tamaño o sus conexiones, actualmente se consideran inabandonables a la quiebra. Segundo, habrá que

fomentar una disciplina de mercado eficaz, promoviendo la transparencia y la divulgación, así como la reforma de la gobernabilidad de las instituciones financieras. Tercero, los marcos macroprudenciales deben llevar a los bancos a acumular más reservas, en forma de capitalización y previsionamiento para las malas épocas en los días de bonanza. Y, cuarto, es necesario estrechar la colaboración y la coordinación internacional para abordar debidamente los retos que plantean las instituciones transfronterizas.

### **Retos a las políticas estructurales y sociales**

El aumento del desempleo constituirá un serio reto para muchas economías avanzadas y la pobreza seguirá siendo un problema para muchas economías en desarrollo. Los datos del capítulo 4 llevan a pensar que las tasas de desempleo suelen aumentar significativamente después de los shocks financieros y a mantenerse más elevadas durante muchos años. Para limitar el alcance de la destrucción de puestos de trabajo se necesitará un crecimiento salarial más lento o incluso recortes salariales para muchos trabajadores. El impacto de los ajustes necesarios en los segmentos más pobres de la fuerza laboral podría amortiguarse mediante reembolsos del impuesto sobre el ingreso o programas parecidos que limiten las repercusiones sociales de los ajustes salariales. Además, el perfeccionamiento de los programas de compaginación de demanda y oferta de empleo, formación y capacitación puede contribuir a contener la pérdida de puestos de trabajo y salarios. La pobreza podría aumentar significativamente en varias economías en desarrollo, sobre todo en África subsahariana, donde el PIB real per cápita se está contrayendo en 2009 por primera vez en una década. El apoyo ininterrumpido de los donantes de las economías avanzadas será crucial para que estas economías puedan defender los avances hacia la estabilidad macroeconómica que tanto les costó conseguir.

# PERSPECTIVAS MUNDIALES Y CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

*Tras una profunda recesión mundial, el crecimiento económico vuelve a ser positivo, gracias a una intervención pública de gran alcance que ha apuntalado la demanda y ha reducido la incertidumbre y el riesgo sistémico en los mercados financieros. No obstante, se prevé que la recuperación será lenta, dado que los sistemas financieros aún no se han recuperado del todo, que el apoyo brindado por las políticas públicas deberá retirarse poco a poco y que los hogares en las economías que vieron desplomarse los precios de los activos seguirán reconstituyendo sus ahorros. Los riesgos que pesan sobre las perspectivas aún se inclinan a la baja. El abandono prematuro de las políticas monetarias y fiscales acomodaticias es un aspecto especialmente importante porque el repunte inducido por estas políticas puede confundirse con el comienzo de una sólida recuperación. El requisito esencial sigue siendo restablecer la solidez del sector financiero, manteniendo al mismo tiempo políticas macroeconómicas que brinden apoyo hasta que la recuperación esté firmemente asentada. Al mismo tiempo, las autoridades económicas deben comenzar a prepararse para un desmantelamiento ordenado de los extraordinarios niveles de intervención pública. Las políticas adoptadas también deberán facilitar el reequilibrio de la demanda mundial, porque las economías que sufrieron desplomes de precios de los activos deberán aumentar las tasas de ahorro, y será necesario reforzar el crecimiento potencial en las economías avanzadas, que se ha visto afectado por los fuertes shocks financieros. El aumento del desempleo y los retrocesos en los avances logrados en la reducción de la pobreza plantean desafíos sociales a los que también habrá que hacer frente.*

## La recesión mundial está llegando a su fin

La economía mundial parece estar retomando la vía del crecimiento, impulsada por un sólido desempeño de las economías asiáticas y la estabilización o recuperación moderada en otras regiones (gráfico 1.1). No obstante, el ritmo de la recuperación es lento, y la actividad se mantiene muy por debajo de los niveles registrados antes de la crisis.

El crecimiento está impulsado por un repunte del sector manufacturero y un cambio en el ciclo de las existencias, y hay indicios de que las ventas al por menor se están estabilizando gradualmente, la confianza de los consumidores se está recuperando y los mercados de la vivienda están cobrando firmeza. A medida que han mejorado las perspectivas, los precios de las materias primas han repuntado con respecto a los bajos niveles registrados a principios de este año, y el comercio mundial está comenzando a recuperarse.

Este repunte obedece a factores tales como las sólidas políticas públicas adoptadas por las economías avanzadas y muchas economías emergentes que han respaldado la demanda y han logrado disipar totalmente los temores de una depresión mundial. Estos temores contribuyeron a la caída más pronunciada de la actividad económica y el comercio mundiales desde la segunda guerra mundial (gráfico 1.2; recuadro 1.1). Los bancos centrales reaccionaron rápidamente, aplicando recortes excepcionales de las tasas de interés y medidas no convencionales para inyectar liquidez y mantener el crédito. Los gobiernos pusieron en marcha importantes programas de estímulo fiscal, brindando al mismo tiempo apoyo a los bancos mediante garantías e inyecciones de capital. Conjuntamente, estas medidas redujeron la incertidumbre y reforzaron la confianza, favoreciendo una mejora de las condiciones financieras.

La pregunta crucial es la siguiente: ¿hasta dónde llegará este repunte inicial? Concretamente, ¿presagia este repunte una sólida recuperación, o cabe esperar una nueva recesión durante el próximo año, cuando las políticas fiscales y monetarias expansivas vayan perdiendo impulso y la demanda privada no logre cobrar fuerza ante la escasa oferta de crédito? Las proyecciones de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* describen una trayectoria intermedia: la recuperación está en marcha, pero será más débil que en ciclos económicos anteriores.

**Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de Perspectivas de la economía mundial**  
*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	Interanual								
	Proyecciones				Diferencia con las proyecciones de julio de 2009		T4 a T4		
	2007	2008	2009	2010	2009	2010	Estimaciones	Proyecciones	
<b>Producto mundial<sup>1</sup></b>	<b>5,2</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>
Economías avanzadas	2,7	0,6	-3,4	1,3	0,4	0,7	-2,2	-1,3	1,7
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,7	1,5	-0,1	0,7	-1,9	-1,1	1,9
Zona del euro	2,7	0,7	-4,2	0,3	0,6	0,6	-1,7	-2,5	0,9
Alemania	2,5	1,2	-5,3	0,3	0,9	0,9	-1,8	-2,9	0,8
Francia	2,3	0,3	-2,4	0,9	0,6	0,5	-1,6	-0,9	1,4
Italia	1,6	-1,0	-5,1	0,2	0,0	0,3	-2,9	-3,2	0,8
España	3,6	0,9	-3,8	-0,7	0,2	0,1	-1,2	-3,5	0,5
Japón	2,3	-0,7	-5,4	1,7	0,6	0,0	-4,5	-1,3	1,4
Reino Unido	2,6	0,7	-4,4	0,9	-0,2	0,7	-1,8	-2,5	1,3
Canadá	2,5	0,4	-2,5	2,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,5	3,0
Otras economías avanzadas	4,7	1,6	-2,1	2,6	1,8	1,6	-2,7	1,8	2,6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	1,5	-2,4	3,6	2,8	2,2	-4,7	3,9	2,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo <sup>2</sup>	8,3	6,0	1,7	5,1	0,2	0,4	3,3	3,8	5,5
África	6,3	5,2	1,7	4,0	-0,1	-0,1	...	...	...
África subsahariana	7,0	5,5	1,3	4,1	-0,2	0,0	...	...	...
América	5,7	4,2	-2,5	2,9	0,1	0,6	...	...	...
Brasil	5,7	5,1	-0,7	3,5	0,6	1,0	1,2	2,2	3,5
México	3,3	1,3	-7,3	3,3	0,0	0,3	-1,7	-4,1	3,4
Comunidad de Estados Independientes	8,6	5,5	-6,7	2,1	-0,9	0,1	...	...	...
Rusia	8,1	5,6	-7,5	1,5	-1,0	0,0	1,1	-2,7	-0,9
Excluido Rusia	9,9	5,4	-4,7	3,6	-0,8	0,4	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	10,6	7,6	6,2	7,3	0,7	0,3	5,5	7,7	7,8
China	13,0	9,0	8,5	9,0	1,0	0,5	6,9	10,1	9,2
India	9,4	7,3	5,4	6,4	0,0	-0,1	4,8	5,1	7,0
ASEAN-5 <sup>3</sup>	6,3	4,8	0,7	4,0	1,0	0,3	1,9	2,8	3,8
Europa central y oriental	5,5	3,0	-5,0	1,8	0,0	0,8	-2,3	-1,4	2,4
Oriente Medio	6,2	5,4	2,0	4,2	0,0	0,5	...	...	...
<b>Partidas informativas</b>									
Unión Europea	3,1	1,0	-4,2	0,5	0,5	0,6	-1,6	-2,5	1,1
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	3,8	1,8	-2,3	2,3	0,3	0,6	...	...	...
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>7,3</b>	<b>3,0</b>	<b>-11,9</b>	<b>2,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	4,7	0,5	-13,7	1,2	-0,1	0,6	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	13,8	9,4	-9,5	4,6	0,1	3,8	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	6,3	1,9	-13,6	2,0	1,4	0,7	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	9,8	4,6	-7,2	3,6	-0,7	2,2	...	...	...
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>									
Petróleo <sup>4</sup>	10,7	36,4	-36,6	24,3	1,0	1,2	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	14,1	7,5	-20,3	2,4	3,5	0,2	...	...	...
<b>Precios al consumidor</b>									
Economías avanzadas	2,2	3,4	0,1	1,1	0,0	0,2	2,1	0,6	0,9
Economías emergentes y en desarrollo <sup>2</sup>	6,4	9,3	5,5	4,9	0,2	0,3	7,7	4,5	4,3
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)<sup>5</sup></b>									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	5,3	3,0	1,2	1,4	0,0	0,0	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	4,3	4,6	1,2	1,6	-0,2	-0,2	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,2	0,2	...	...	...

Nota: Se presume que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 30 de julio de 2009 y el 27 de agosto de 2009. Se revisaron las ponderaciones de los países utilizadas para calcular las tasas de crecimiento agregado de los grupos de países. En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía.

<sup>1</sup>Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan el 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la PPA.

<sup>2</sup>Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 77% de las economías emergentes y en desarrollo.

<sup>3</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

<sup>4</sup>Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue \$97,03 en 2008; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es \$61,53 en 2009 y \$76,50 en 2010.

<sup>5</sup>Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

Según estas proyecciones, el actual repunte será poco dinámico, con un nivel de crédito restringido y, durante algún tiempo, sin creación de empleos. Estas proyecciones indican asimismo que el crecimiento mundial alcanzará alrededor del 3% en 2010, tras una contracción de la actividad de alrededor del 1% en 2009 (cuadro 1.1). Entre 2010–14, se proyecta un crecimiento mundial de algo más del 4%, nivel notablemente inferior a las tasas de crecimiento del 5% registradas en los años anteriores a la crisis. La reestructuración corporativa y financiera seguirá ejerciendo una presión considerable a la baja sobre la actividad, y las amplias brechas del producto mantendrán la inflación en niveles bajos. La demanda probablemente se verá frenada por la necesidad de muchas economías avanzadas de reconstituir el ahorro. Los riesgos a la baja que pesan sobre el crecimiento se están disipando gradualmente pero siguen siendo motivo de preocupación.

En el resto de este capítulo se examinan con más detalle la evolución económica mundial y las principales cuestiones de política económica. En la sección siguiente se pasa revista a las fuerzas de contracción y expansión que determinarán cómo será la recuperación a corto plazo. A continuación, se analizan las perspectivas a mediano plazo del crecimiento del producto potencial y el reequilibrio de la demanda mundial. En las secciones siguientes se examinan los riesgos que pueden comprometer la recuperación y las prioridades de política macroeconómica, financiera y estructural necesarias para que la economía mundial retome la senda de un sólido crecimiento. En el capítulo 2 se analizan estos temas desde una perspectiva regional.

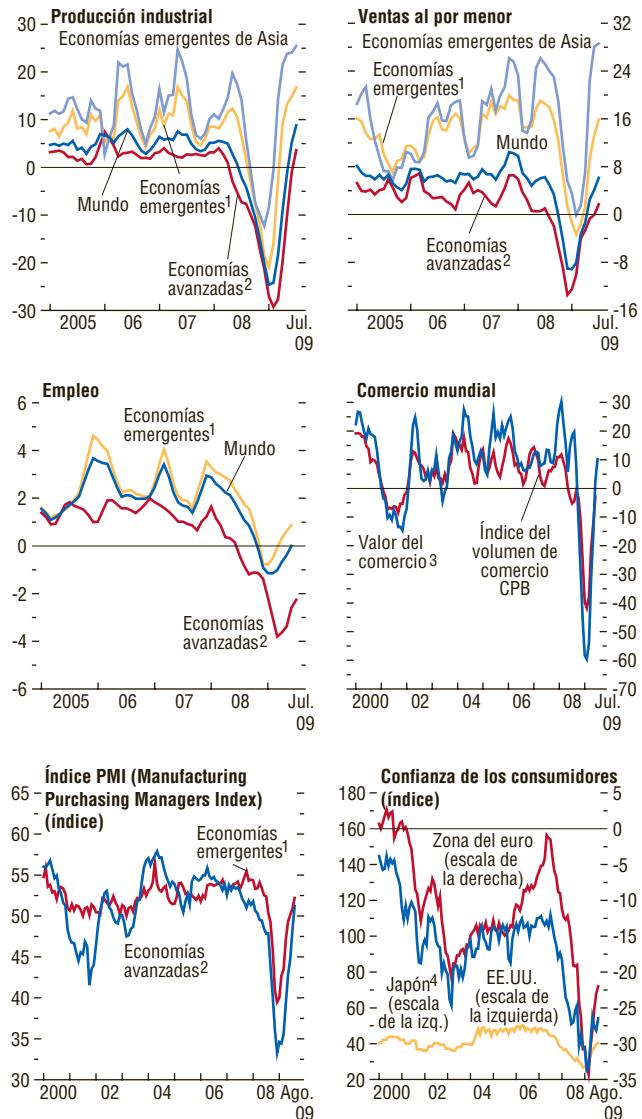
## Desapalancamiento y lento crecimiento del empleo en el futuro

Los datos recientes parecen indicar que la recuperación de la economía mundial ha comenzado. Según las estimaciones, la actividad económica mundial creció en alrededor del 3% durante el segundo trimestre de 2009, tras una contracción del 6½% en el primer trimestre, y los indicadores de alta frecuencia apuntan a un crecimiento más vigoroso en el segundo semestre del

### Gráfico 1.1. Indicadores corrientes y anticipados

(Variación porcentual anualizada entre promedios móviles de tres meses sucesivos, salvo indicación en contrario)

La aplicación de sólidas políticas públicas ha contribuido a un repunte de la producción, el comercio mundial y las ventas al por menor, tras las fuertes caídas registradas a principios del año. El repunte de la actividad económica está impulsado por Asia.



Fuentes: Índice del volumen de comercio CPB: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; demás indicadores: NTC Economics y Haver Analytics.

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, la República Eslovaca, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

<sup>2</sup>Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

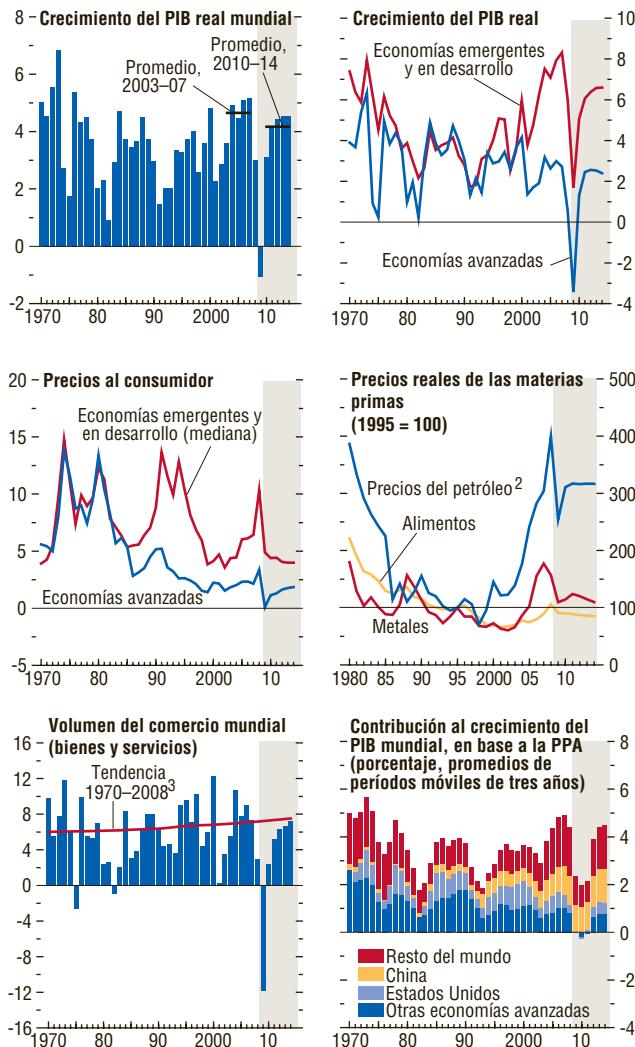
<sup>3</sup>En DEG.

<sup>4</sup>Los datos sobre la confianza de los consumidores en Japón están basados en un índice de difusión, en que los valores superiores a 50 indican un aumento de la confianza.

**Gráfico 1.2. Indicadores mundiales<sup>1</sup>**

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

La crisis financiera provocó la mayor contracción de la actividad económica desde la segunda guerra mundial. Según las proyecciones, la recuperación será moderada en comparación con otros ciclos económicos anteriores.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Las franjas sombreadas indican proyecciones del personal técnico del FMI. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo (PPA), salvo indicación en contrario.

<sup>2</sup>Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

<sup>3</sup>Tasas de crecimiento medio en cada país, agregadas usando ponderaciones de la PPA; los agregados varían con el tiempo a favor de los países de crecimiento más rápido, debido a lo cual la línea adquiere una tendencia ascendente.

año. No obstante, aún están quebrando muchas empresas, el empleo sigue cayendo, y el consumo privado y la inversión se mantienen muy débiles, ya que los hogares se ven confrontados con pérdidas de ingresos y riqueza, las empresas operan con un exceso de capacidad importante y las condiciones crediticias siguen siendo restrictivas. Los datos históricos parecen indicar que los efectos de estas fuerzas tienden a ser prolongados después de una crisis financiera, lo que implica que las recuperaciones son lentas después de períodos de fuerte contracción de la actividad (véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*). Las políticas aplicadas han ayudado a mitigar el impacto de estas fuerzas sobre el crecimiento, pero el estímulo de política disminuirá en el futuro.

**Las condiciones financieras han mejorado, pero siguen siendo difíciles**

La incipiente recuperación es especialmente evidente en los mercados financieros, aunque las condiciones siguen siendo muy difíciles para muchos prestatarios. La intervención pública, las bajas tasas de interés de política monetaria y las expectativas de recuperación han contribuido a fuertes alzas en muchos mercados, así como a un repunte de los flujos de capitales internacionales (gráfico 1.3). Inicialmente, el motor principal fue la política pública, incluidas las garantías para las instituciones financieras, las inyecciones de capital, el suministro de abundante liquidez y la intervención en los mercados de crédito. Ahora, las perspectivas más favorables del crecimiento están comenzando a contribuir al mejoramiento de las condiciones financieras, y la disminución de la aversión por el riesgo está impulsando aún más el repunte. Sin embargo, las condiciones siguen siendo muy difíciles para los prestatarios de segundo orden, sobre todo las pequeñas y medianas empresas y muchos hogares, como se señaló en la edición de octubre de 2009 del informe sobre la estabilidad financiera mundial *Global Financial Stability Report* (GFSR, por sus siglas en inglés). Los mercados de titulización siguen estando muy estancados, lo que limita gravemente la capacidad de los bancos para originar

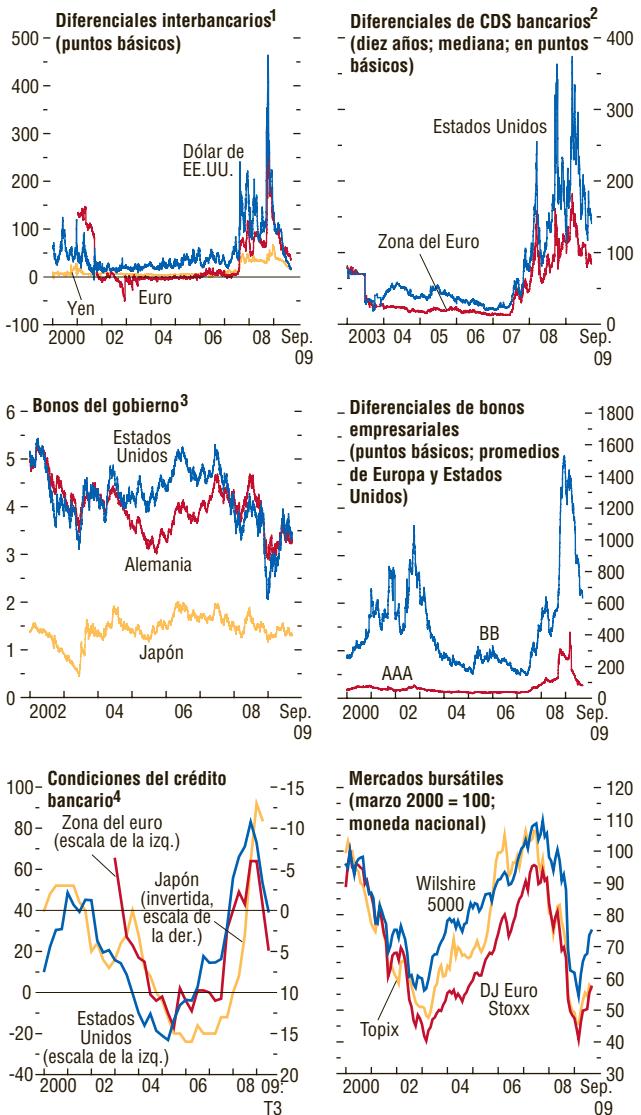
(y distribuir) crédito. A nivel más general, el riesgo de un retroceso genera una gran preocupación en los mercados, y varios indicadores de tensión financiera se mantienen altos.

Desde el primer trimestre de 2009, los mercados de capital han registrado muy buenos resultados, los diferenciales de riesgo corporativo han descendido, y los diferenciales en los mercados interbancarios han caído a niveles relativamente cercanos a los registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Los inversionistas están asignando un mayor volumen de fondos a valores distintos de los bonos públicos en búsqueda de mayores rendimientos. La confianza en los sistemas bancarios de las economías avanzadas se ha visto fortalecida por un incremento de las ganancias mayor de lo previsto y una serie de aumentos de capital de los bancos. Además, las pruebas de tensión, realizadas y publicadas en Estados Unidos y en curso en varios otros países, están contribuyendo a recuperar la confianza en los bancos. Con todo, persisten algunos interrogantes con respecto a la sostenibilidad de las ganancias de los bancos y los efectos de los elevados riesgos crediticios, ya que la morosidad crediticia sigue subiendo y los bancos se están retrasando en el reconocimiento de las pérdidas por préstamos.

Los flujos de capitales internacionales, incluidos los destinados hacia los mercados emergentes, se han recuperado (gráfico 1.4). Desde el comienzo del año, los diferenciales soberanos han descendido y las emisiones soberanas han aumentado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, en consonancia con un apreciable repunte de los flujos de cartera. La recuperación de la actividad ha sido mayor de lo previsto, lo que ha reforzado la confianza de los inversionistas, sobre todo en los mercados de Asia y América Latina. Desde mediados del año, las emisiones soberanas y corporativas en los mercados emergentes se han suscrito con exceso y los riesgos de refinanciamiento han caído drásticamente, aunque en menor medida en las economías emergentes de Europa y en la Comunidad de Estados Independientes (CEI). Como en los mercados avanzados, los prestatarios corporativos de primer orden pueden acceder al financiamiento con bastante facilidad, pero la

### Gráfico 1.3. Evolución de los mercados de crédito maduros

La intervención pública ha contribuido a una mejora considerable de las condiciones financieras. No obstante, la mayoría de los hogares y las empresas seguirán teniendo dificultades para obtener crédito, como lo demuestran las condiciones crediticias bancarias aún estrictas y las altas tasas de interés del crédito de baja calidad.



Fuentes: Banco Central Europeo; Banco de Japón; Bloomberg Financial Markets; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Merrill Lynch, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Tasa interbancaria de oferta de Londres a tres meses menos tasa de letras del Tesoro a tres meses.

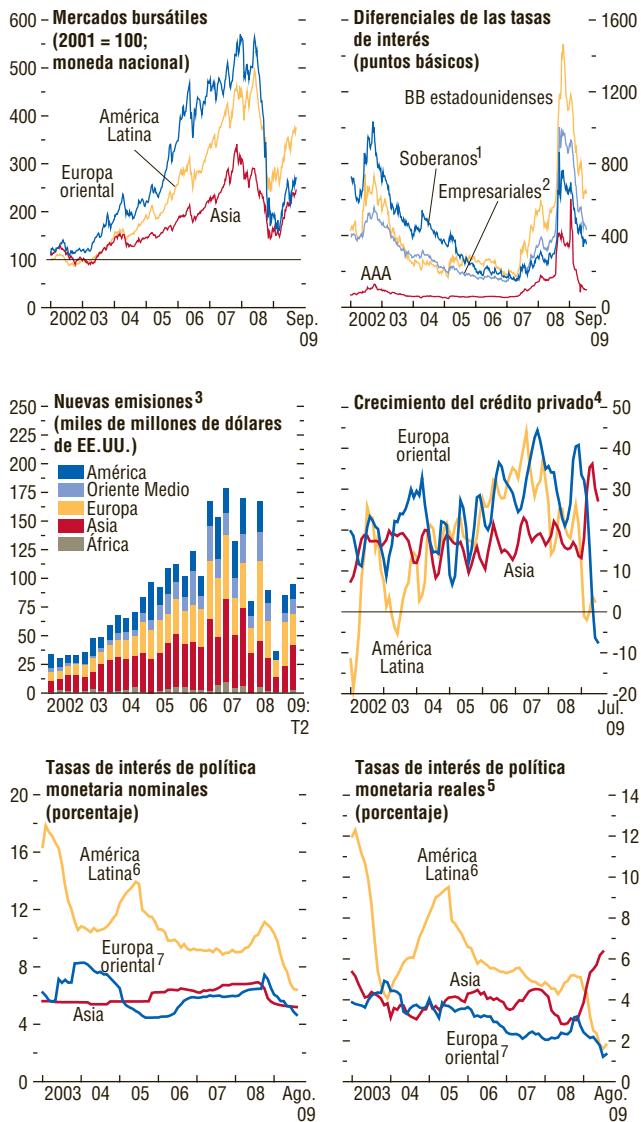
<sup>2</sup>Swaps de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés).

<sup>3</sup>Bonos del gobierno a 10 años.

<sup>4</sup>Porcentaje de encuestados que declararon que las normas de crédito eran "considerablemente" o "un poco" más estrictas que tres meses antes, menos los que declararon que eran "considerablemente" o "un poco" menos estrictas. Encuesta sobre la evolución de las normas de préstamos o líneas de crédito a empresas en la zona del euro; promedio de encuestas sobre la evolución de las normas de préstamos comerciales/industriales e inmobiliarios comerciales en Estados Unidos; índice de difusión de condiciones "acomodaticias" menos "estrictas", indicador Tankan de actitud de préstamo en la encuesta de instituciones financieras de Japón.

### Gráfico 1.4. Condiciones en los mercados emergentes

Los flujos de capital hacia las economías emergentes han repuntado nuevamente, respaldando la recuperación de los mercados de acciones y bonos. Los recortes de las tasas de interés de política monetaria han contribuido a moderar las condiciones crediticias.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Diferenciales del índice EMBI Global de JPMorgan.

<sup>2</sup> Diferenciales del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

<sup>3</sup> Total de emisiones de acciones, préstamos sindicados y bonos internacionales.

<sup>4</sup> Variación porcentual anualizada entre promedios móviles de tres meses sucesivos.

<sup>5</sup> En relación con la inflación subyacente.

<sup>6</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>7</sup> Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y la República Eslovaca.

capacidad de préstamo de los que tienen un bajo nivel de crédito es más restringida. A pesar de esta evolución favorable de los mercados, persisten vulnerabilidades, especialmente en las economías emergentes de Europa y otros países que dependen en gran medida del financiamiento externo. El financiamiento transfronterizo de los bancos de los mercados emergentes sigue siendo vulnerable a la necesidad de los bancos en los mercados avanzados de continuar con su desapalancamiento. Los riesgos de refinanciamiento y de incumplimiento en el sector corporativo siguen siendo relativamente altos, en particular en las economías emergentes de Europa, pero también los de las corporaciones apalancadas más pequeñas en Asia y América Latina.

La recuperación de un ligero apetito por el riesgo en los mercados internacionales ha contribuido a la depreciación del dólar y el yen y a la apreciación de las monedas de los mercados emergentes tras los fuertes movimientos en la dirección contraria registrados en el punto máximo de la crisis (gráfico 1.5). Recientemente, el euro se ha apreciado frente al dólar y el yen, aunque en términos efectivos nominales se ha mantenido aproximadamente en el nivel registrado antes de la crisis. El renminbi ha variado conforme al dólar durante el último año.

No obstante, aunque las condiciones de los mercados financieros están mejorando, muchos hogares y empresas en las economías avanzadas y emergentes continuarán enfrentándose a un entorno adverso. Concretamente, los préstamos bancarios al sector privado siguen estancados o se han reducido en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido, lo que coincide con las encuestas dirigidas a oficiales de préstamos de los bancos que apuntan a la persistencia de unas condiciones crediticias muy restrictivas. Utilizando nuevas metodologías, en la edición de octubre de 2009 de *GFSR* se estima que a nivel mundial los castigos contables de los bancos podrían alcanzar \$2,8 billones, de los cuales \$1,5 billones aún no han sido reconocidos. La mayor parte de estas pérdidas pueden atribuirse a los bancos de Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro. Además, estos bancos deben hacer frente a un

enorme volumen de deuda próxima al vencimiento, que ascenderá a \$1,5 billones en 2012. Además, los mercados de productos titulizados permanecen prácticamente paralizados o dependen en gran medida de las ayudas públicas, lo que representa un problema especialmente grave en Estados Unidos y otras economías en las que estos mercados influyen en gran medida en la disponibilidad general de crédito.

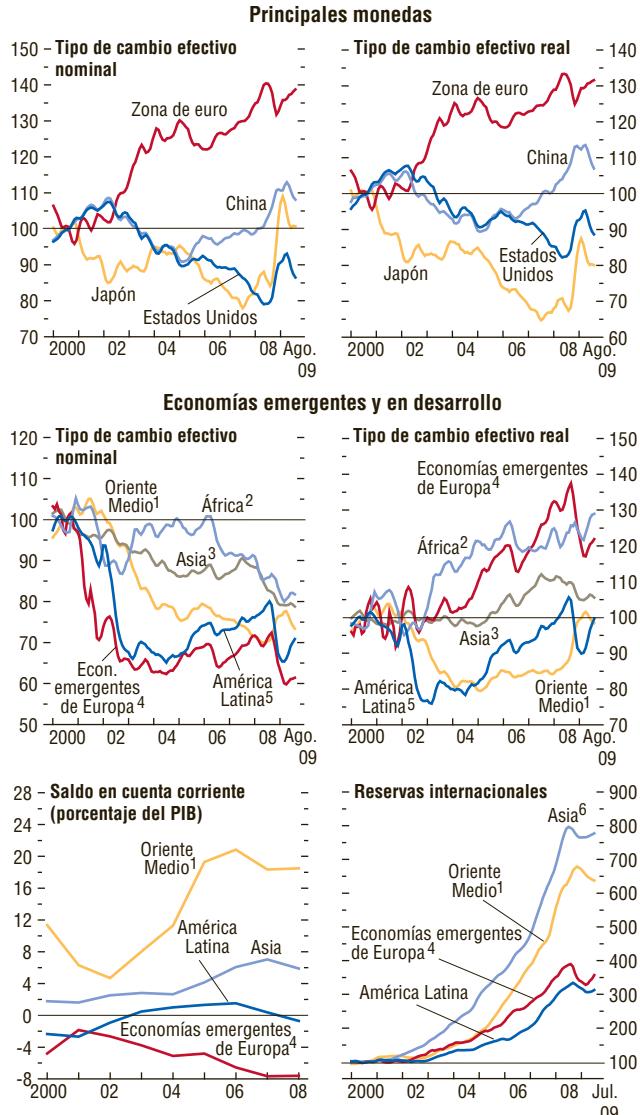
Por lo tanto, el desapalancamiento probablemente continuará durante un tiempo considerable en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido. Las perspectivas actuales para estas zonas se basan en el supuesto de que el crédito al sector privado no financiero se reducirá o apenas crecerá durante el resto del año 2009 o en los primeros meses de 2010, lo que coincide con las estimaciones de GFSR. Las condiciones podrían mejorar antes en Estados Unidos, donde el desapalancamiento de los bancos ha sido más rápido. Dado que las primas de riesgo de los valores de alto rendimiento se mantienen elevadas y las normas para la concesión de préstamos siguen siendo restrictivas, las condiciones de financiamiento para muchas empresas (especialmente pequeñas y medianas) y para los consumidores continuarán siendo muy difíciles.

Las proyecciones sobre las economías emergentes se basan en el supuesto de que los flujos de capitales, que cayeron drásticamente el año pasado, volverán a aumentar de acuerdo en general con el PIB. El crecimiento del crédito seguirá reduciéndose o permanecerá en niveles muy bajos, lo que frenará la inversión, con la notable excepción de China. En general, es poco probable que el crédito se contraiga de manera considerable, salvo en algunas economías emergentes de Europa y la CEI, en las que los mercados de deuda solo están abiertos a algunos bancos y corporaciones grandes y en que los sistemas financieros aún se encuentran en las etapas iniciales del proceso de recuperación tras un drástico desplome del crédito. Las economías emergentes han resistido la turbulencia financiera en general mucho mejor de lo previsto a la vista de episodios anteriores, lo que refleja la mejora de los marcos de política económica (recuadro 1.2).

### Gráfico 1.5. Evolución externa

(Índice, 2000 = 100, promedio móvil de tres meses, salvo indicación en contrario)

El mayor apetito por el riesgo ha venido acompañado por una depreciación del dólar y del yen. No obstante, ambas monedas se mantienen altas con respecto a los niveles registrados antes de la crisis, mientras que las de las economías emergentes, en general, se han depreciado, lo que refleja en parte el uso limitado de las reservas para protegerse frente a los shocks externos.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Arabia Saudita, Bahrein, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

<sup>2</sup>Botswana, Burkina Faso, Camerún, Chad, Côte d'Ivoire, Djibouti, Etiopía, Gabón, Ghana, Guinea, Guinea Ecuatorial, Kenia, Madagascar, Malí, Mauricio, Mozambique, Namibia, Niger, Nigeria, la República del Congo, Rwanda, Senegal, Sudáfrica, Sudán, Tanzania, Uganda y Zambia.

<sup>3</sup>Asia, excluido China.

<sup>4</sup>Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

<sup>5</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

<sup>6</sup>Debido a la falta de datos, se parte del supuesto de que las reservas de China no han variado desde mayo de 2008.

### Recuadro 1.1. El comercio mundial y su financiamiento: Nuevos datos de encuestas bancarias

El desplome que sufrió el comercio durante la crisis fue atribuido en parte a la falta de crédito para los exportadores e importadores. Al crecer la incertidumbre, ambos optaron por reemplazar mecanismos menos seguros de financiamiento por otros más formales. Cada vez más los exportadores solicitaron a sus bancos seguro de crédito a la exportación (SCE) o pidieron a los importadores que les extendieran cartas de crédito (CC, la certificación que otorga un banco de la capacidad de pago del importador). Se supuso que este aumento de la demanda del crédito comercial quedaría neutralizado en parte porque algunos comerciantes dejaron de usar esas líneas financiadas por los bancos y recurrieron a préstamos de tipo más general, ya que a los importadores se les exigió pagar los bienes antes del embarque y los exportadores procuraron tener más liquidez para equilibrar su flujo de efectivo. Abundaron los datos anecdóticos, pero faltaba información sobre el grado y el tipo de modificaciones que sufrieron la oferta y la demanda de financiamiento del comercio.

A fin de subsanar esa falta de información, el FMI trabajó con la Asociación de Banqueros para las Finanzas y el Comercio (BAFT, por sus siglas en inglés) en la realización de una serie de encuestas a entidades bancarias sobre los factores que afectaban la oferta y demanda de crédito comercial. En el presente recuadro se exponen los resultados de la tercera encuesta, completada en julio y coordinada por FIMetrix, en la que participó una amplia gama de bancos de mercados avanzados y emergentes. En ella se compara la situación existente en el segundo trimestre de 2009 con la del cuarto trimestre de 2008, así como la registrada en el cuarto trimestre de 2008 con la del cuarto trimestre de 2007.

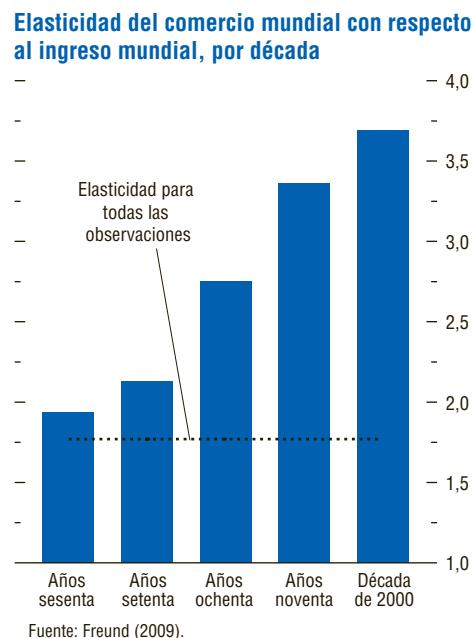
Según los resultados de la encuesta, la caída del comercio obedeció en gran medida a una disminución de la demanda más que a la falta de financiamiento. En términos generales, el comercio cayó mucho más que el financiamiento durante 2008 y el primer semestre de 2009, incluso en los ámbitos más golpeados por la crisis (economías industria-

Los autores de este recuadro son Irena Asmundson, Armine Khachatryan y Mika Saito, y contaron con la colaboración de Ioana Niculcea.

les, países emergentes de Europa y América Latina, y —en el primer semestre de 2009— las economías emergentes de Asia). En consonancia con ello, seis de cada siete bancos consultados mencionaron la retracción del intercambio como la causa principal de la disminución de sus actividades de financiamiento, y alrededor de la mitad también manifestó que la baja de precios de las materias primas contribuyó a que esas actividades les generaran un menor valor. No obstante, algunos datos indican que habría también un efecto separado atribuible a las condiciones crediticias: cuatro de cada diez bancos también consignaron la restricción del crédito en sus propias entidades como una de las razones de la menor actividad de financiación del comercio, y una proporción similar describió la falta de crédito de sus contrapartes bancarias como una limitación.

Las investigaciones sobre el comportamiento de las elasticidades del comercio durante una fase de caída también apuntan a la demanda, más que al financiamiento del comercio, como un factor clave. Un estudio reciente de Freund (2009) muestra que el grado de respuesta del comercio al PIB ha aumentado a través del tiempo, alcanzando elasticidades superiores a 3,5 durante esta década (primer gráfico). El patrón de respuesta del comercio entre distintas economías también indica una mayor flexibilidad: Alemania y Japón experimentaron bajas mucho mayores que las que cabría esperar en función de la diversificación de sus exportaciones y su amplio acceso a los mercados financieros. En consecuencia, la recuperación podría ser más fuerte, hipótesis que los datos recientes parecen confirmar.

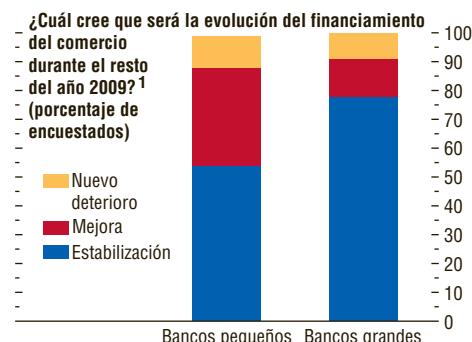
Los precios del crédito comercial, cuya demanda fue la que registró el mayor incremento, también aumentaron durante la crisis como resultado del mayor costo de los fondos y el mayor nivel de riesgo. No obstante, esa presión alcista parece estar cediendo en el caso de algunos instrumentos, ante la creciente evidencia de que el desplome del comercio está llegando a su fin, como indica el comienzo de la recuperación de la demanda y el mayor optimismo de los bancos acerca de las perspectivas económicas. Así por ejemplo, los aumentos de precios del seguro de crédito a la exportación y de las cartas de crédito han comenzado a disminuir (quizá también debido a la competencia



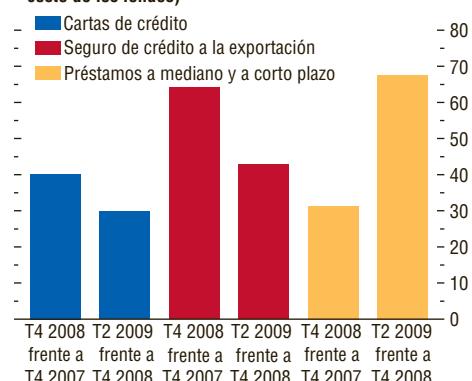
de los organismos oficiales de crédito, cuyos recursos han sido incrementados).

El giro hacia la intermediación bancaria del financiamiento del comercio parece continuar. Los bancos consultados estiman que las operaciones en cuenta abierta (en las que los exportadores otorgan crédito directamente a los importadores) siguieron reduciéndose como porcentaje del total, cayendo a menos del 40% en el segundo trimestre de 2009, en comparación con 45% al final de 2007. Esta disminución fue compensada en gran medida por una mayor utilización de la financiación bancaria —principalmente cartas de crédito— por parte de los operadores y, en menor grado, por la realización de transacciones con pago anticipado (en las cuales los importadores pagan los bienes antes del embarque). Estas tendencias parecen reflejar una mayor aversión al riesgo por parte de las empresas no financieras (que explicaría el menor porcentaje de operaciones en cuenta abierta) y de los bancos (cuyos mayores márgenes indujeron a algunos a optar por las transacciones con pago anticipado) y quizás una modificación más permanente de la naturaleza del financiamiento del comercio (segundo gráfico).

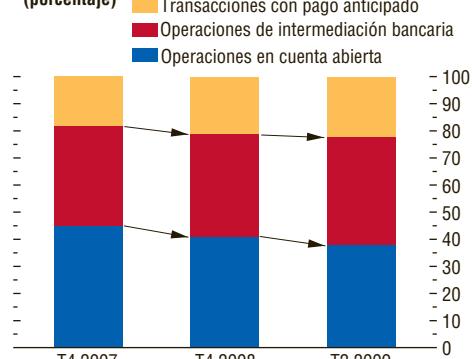
### Expectativas de los bancos con respecto al financiamiento del comercio



¿Se ha visto afectado el precio de los siguientes instrumentos de comercio por la reciente evolución? (variación en puntos porcentuales con respecto al costo de los fondos)



¿Cuál cree que es la composición de la industria del financiamiento del comercio en su conjunto? (porcentaje)



Fuente: Encuesta realizada por el FMI y la BAFT en julio de 2009.

¹Los bancos pequeños disponen de activos a escala mundial por un valor inferior a \$5.000 millones, mientras que los bancos grandes cuentan con activos a escala mundial por un valor superior a \$100.000 millones.

### Recuadro 1.2. Los mercados financieros de las economías emergentes, ¿resistieron mejor que en crisis anteriores?

Considerando la intensidad de la crisis mundial, los mercados financieros de las economías emergentes han mostrado una notable capacidad de resistencia. Aunque muchas instituciones financieras de las economías avanzadas emprendieron un importante proceso de desapalancamiento, la fractura de los mercados de capital no provocó un cese repentino y generalizado de los flujos de capital, por lo que las economías emergentes con grandes necesidades de refinanciamiento de deuda en el corto plazo, como Turquía, lograron cubrirlas relativamente bien.

No obstante, las perturbaciones que en un plano más general sufrieron esas economías no fueron ni mucho menos insignificantes. Los mercados bursátiles cayeron drásticamente tras la quiebra de Lehman Brothers, los mercados primarios de fondos dejaron de funcionar por algunos meses, el tipo de cambio quedó sujeto a grandes presiones en algunas regiones y los diferenciales soberanos se elevaron. En este recuadro se analiza cómo se desempeñaron los mercados financieros de las economías emergentes en comparación con crisis anteriores y a qué factores obedecen las posibles diferencias (el análisis se basa en el enfoque desarrollado en el capítulo 4 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*).

Para medir la capacidad de resistencia de los mercados financieros de las economías emergentes, se estudia la evolución del índice de tensiones financieras en los mercados emergentes (ITFEE) durante la crisis actual y durante crisis anteriores. El índice ITFEE mide las perturbaciones de la intermediación financiera mediante una evaluación de las señales del mercado en diversos segmentos del sistema financiero de una economía, como los mercados de valores, el sistema bancario y los mercados de cambio<sup>1</sup>.

El autor principal de este recuadro es Stephan Danninger.

<sup>1</sup>Véase en Balakrishnan *et al.* (2009) una descripción del ITFEE y el índice correspondiente de las economías avanzadas (ITFEA). El índice mide la intensidad de las tensiones en los diversos segmentos como la desviación respecto de los anteriores promedios de los índices de precios, rentabilidad o volatilidad. No abar-

ca los diferenciales de bonos corporativos (CEMBI), debido a su cobertura limitada de tiempo y de países.

Al comparar la evolución del índice alrededor del nivel máximo de la crisis actual con el patrón observado en crisis anteriores, es posible determinar diferencias en la respuesta de los mercados financieros en el caso de las economías emergentes en su conjunto y por regiones, y respecto de diferentes segmentos del sistema financiero de un país o de una región.

Los datos del ITFEE que figuran en los paneles superiores del primer gráfico documentan que las tensiones financieras aumentaron pronunciadamente en las economías avanzadas y emergentes durante el último trimestre de 2008 y decayeron respecto de sus máximos históricos durante los primeros meses de 2009. Un hecho interesante es que el índice muestra un aumento de la capacidad de resistencia en todas las regiones emergentes durante la crisis actual. En los paneles inferiores se compara el ITFEE durante la crisis actual y las anteriores en las economías avanzadas —el colapso de Long-Term Capital Management en 1998, el derrumbe de las empresas de informática en 2000 y las crisis que sufrieron empresas de Estados Unidos (la cesación de pagos de WorldCom, Enron y Arthur Andersen) en 2002— ajustado en función del mayor nivel de tensión en las economías avanzadas durante el episodio actual<sup>2</sup>. Se destacan dos resultados: 1) las tensiones financieras crecieron mucho menos en comparación con anteriores episodios mundiales, y 2) en todas las regiones emergentes se observó capacidad de resistencia de los mercados financieros (panel inferior izquierdo). Estas observaciones fueron confirmadas en un análisis econométrico más estricto (véase Balakrishnan *et al.*, 2009).

Para comprender mejor las fuerzas determinantes de esa mayor capacidad de resistencia, se

ca los diferenciales de bonos corporativos (CEMBI), debido a su cobertura limitada de tiempo y de países.

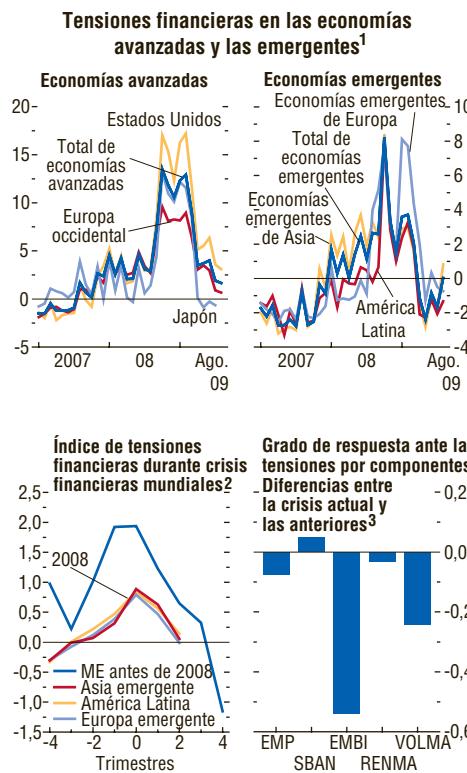
<sup>2</sup>La escala de los índices ITFEE regionales correspondientes a la crisis actual se ajustó en función de la intensidad de las tensiones financieras en las economías avanzadas para obtener indicadores comparables del grado de respuesta entre las crisis anteriores y la actual.

procedió a separar las diferencias de respuesta según los diversos componentes del sector financiero: los mercados cambiarios, los mercados de deuda soberana, el sector bancario y los mercados accionarios (panel inferior derecho). Cuatro de los cinco componentes muestran un menor grado de respuesta durante la crisis actual; solo crecieron las tensiones del sector bancario, aunque en forma moderada. Como la crisis actual está concentrada en el sector bancario, el tenue aumento de las tensiones en este sector resulta algo sorprendente. La respuesta en los mercados cambiarios fue menos fuerte pero, en términos generales, igual a la del pasado. Los principales factores que contribuyeron a elevar la capacidad de resistencia durante esta crisis fueron un alza considerablemente más moderada de los diferenciales de deuda soberana y un aumento menos pronunciado de la volatilidad del mercado accionario. Esto último puede reflejar el hecho de que las crisis anteriores estuvieron centradas principalmente en los mercados de valores. La capacidad de resistencia de los mercados de deuda soberana durante la crisis actual, sin embargo, parece constituir un hecho nuevo e importante.

¿A qué factores podría deberse esa respuesta de tensión uniformemente más moderada en los mercados financieros de las economías emergentes? El hecho de que en todas las regiones emergentes se registrara un nivel más atenuado de tensión de los mercados financieros podría indicar que los acontecimientos mundiales quizá influyeran, aunque la cobertura limitada de los países considerados dentro de algunas regiones oculta importantes diferencias (por ejemplo, las economías bálticas experimentaron una gran turbulencia financiera, pero no integran la muestra). Según los datos de la muestra disponible, dos factores pueden haber moderado el surgimiento de tensiones en los mercados de deuda soberana, los mercados cambiarios y el sector bancario: 1) la mejor situación macroeconómica de las economías emergentes, como el mayor nivel de reservas externas o de saldo fiscal, y 2) una menor exposición en moneda extranjera entre los prestatarios de economías emergentes,

tes, factor que constituyó una fuente de tensiones en crisis anteriores. En el análisis se examina primero si estas variables muestran una tendencia común entre las regiones y luego se evalúa el grado en el que pueden explicar las diferencias

### Economías emergentes: Mercados financieros resistentes



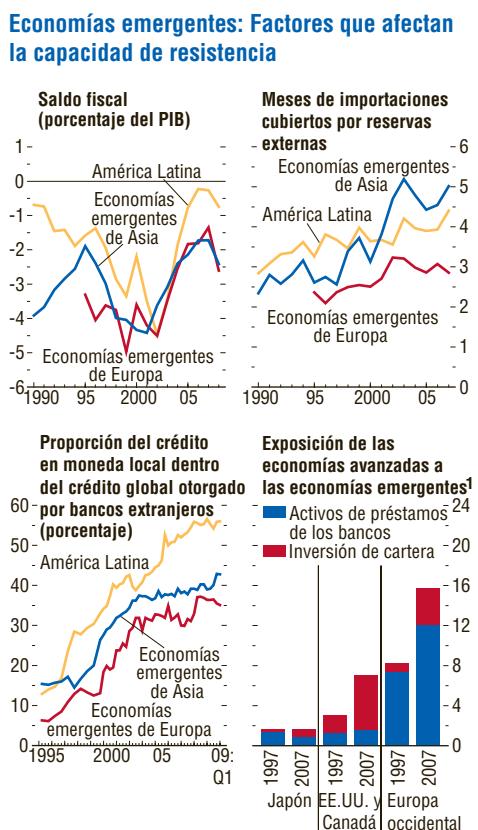
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Promedio ponderado de la paridad del poder adquisitivo; los índices de tensiones financieras se expresan como una desviación con respecto a la media desde mediados de los años noventa. Véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>2</sup>Antes de 2008: Colapso de Long-Term Capital Management en 2008; crisis de las empresas de informática en 2000; cesación de pagos de WorldCom y Enron en 2002. La escala de respuesta ante las tensiones de los mercados emergentes se ajustó en función de la intensidad de las tensiones financieras en las economías avanzadas en 2008 en relación con las crisis ocurridas antes de 2008. ME: mercados emergentes. Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, Malasia y Tailandia. Economías emergentes de Europa: Hungría y Polonia. América Latina: Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú.

<sup>3</sup>EMP: presión de los mercados cambiarios; SBAN: sector bancario; EMBI: diferenciales del índice EMBI para los bonos de los mercados emergentes; RENMA: rendimiento de los mercados accionarios; VOLMA: volatilidad de los mercados accionarios.

### Recuadro 1.2 (conclusión)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Activos en porcentaje del PIB de las economías avanzadas.

en la capacidad de resistencia de las distintas economías.

Los dos paneles superiores del segundo gráfico describen las tendencias de la tasa de cobertura del saldo fiscal y de las reservas externas entre las distintas regiones emergentes. En la última década, la vulnerabilidad fiscal ha disminuido en la mayoría de las regiones y podría explicar la respuesta más limitada de los diferenciales de deuda soberana. Análogamente, el creciente “colchón” de reservas puede haber contribuido a impedir una mayor presión sobre el mercado cambiario. Otros análisis empíricos en los que se emplean datos individuales de cada país parecen indicar que el aumento de los saldos fiscales guarda relación con una menor respuesta de tensiones

financieras, pero no registra una fuerte vinculación con la variación de las reservas externas.

El panel inferior izquierdo muestra las tendencias del crédito en moneda local otorgado por los bancos extranjeros y sus filiales locales en diferentes regiones emergentes (proporción del crédito en moneda local dentro del crédito externo global) para captar la disposición de los inversionistas extranjeros a soportar el riesgo cambiario de una economía. La proporción de crédito en moneda local ha crecido en todas las regiones y puede reflejar el desarrollo de sistemas financieros más estables y la implementación de marcos más sólidos de política macroeconómica que determinaron una menor percepción de riesgos asociados a las fluctuaciones del tipo de cambio. Hay una vinculación negativa entre esta variable y los datos desglosados país por país sobre la respuesta de tensión financiera, lo que indica que las economías que tienen una proporción más alta de crédito en moneda nacional han sido más resistentes (respondieron menos durante la crisis actual). En un modelo de regresión simple, esta variable complementa la vinculación entre la capacidad de resistencia y la mayor solidez de los saldos fiscales<sup>3</sup>.

Por último, quizás resulte sorprendente que los sectores financieros de las economías emergentes de Europa hayan sido tan resistentes como los de Asia o América Latina, aun cuando muchas de ellas entraron en la crisis con variables fundamentales más endebles. Una de las razones es que la muestra disponible no abarca muchas de las economías vulnerables de los países emergentes de Europa. Otra es que la exposición de los inversionistas a las economías emergentes de Europa era muy elevada en algunas de ellas (Austria, Bélgica) y en general se concentraba en el sector bancario (panel inferior derecho). En consecuencia, las medidas adoptadas para coordinar la respuesta de política económica — por ejemplo, mediante el respaldo multilateral de la Unión Europea e instituciones financieras internacionales (el Banco Cen-

<sup>3</sup>Dado el pequeño número de observaciones (16), estos resultados son meramente indicativos.

tral Europeo, el Fondo Monetario Internacional y otros organismos)—pueden haber inducido a los prestamistas a acordar retirarse de los mercados financieros de la región en forma más paulatina y mesurada para evitar las repercusiones adversas de una desaceleración abrupta.

En resumen, la crisis mundial sometió a los sistemas financieros de las economías emergentes a graves tensiones, pero no con la intensidad que

indicaban los anteriores patrones de transmisión. Los saldos fiscales más sólidos y la menor exposición en moneda extranjera entre los prestatarios pueden haber reforzado la capacidad de resistencia de estas economías, aunque quizás los esfuerzos para coordinar la respuesta de los inversionistas, especialmente en las economías emergentes de Europa, también hayan contribuido a limitar las secuelas de la crisis.

## Escaso dinamismo del sector real

La actividad en el sector real avanza a un ritmo más lento que en el sector financiero y permanecerá apagada durante el próximo año, sobre todo en las economías avanzadas. La actual recuperación de la actividad está impulsada principalmente por un cambio en el ciclo de las existencias, tras la drástica reducción que trajo aparejado el brusco frenazo de la producción en el punto máximo de la crisis. Las políticas públicas han logrado mejorar la confianza, la demanda y las condiciones financieras, y ello ha contribuido a la estabilización, e incluso al aumento, de la producción industrial en un creciente número de países, especialmente en Asia. En consecuencia, la demanda de materias primas ha aumentado y, con ella, la actividad del sector real en varias otras economías emergentes, estimulando el comercio internacional. No obstante, en las principales economías avanzadas, la capacidad ociosa es elevada y continúa en alza, y las finanzas de los hogares están sometidas a presión. Por lo tanto, las empresas actuarán con cautela a la hora de invertir, y los hogares aumentarán el consumo de bienes duraderos y de la vivienda de manera muy gradual. Además, muchos hogares y empresas seguirán teniendo dificultades para rebolsar sus deudas, lo que desacelerará la recuperación de los mercados financieros y de la vivienda. El escaso dinamismo de la demanda en las economías avanzadas frenará la recuperación de la actividad en las economías emergentes.

Confrontados con bajos niveles de demanda y de ingresos, una amplia capacidad ociosa y condi-

ciones crediticias restrictivas, las corporaciones no financieras de las economías avanzadas probablemente continuarán despidiendo empleados. En Estados Unidos, la tasa de desempleo subió más de 4 puntos porcentuales el pasado año, hasta el 9,7% en agosto, el nivel más alto en los últimos 26 años y, según las proyecciones, superará el 10% a principios de 2010. Partiendo de un nivel más alto, la tasa de desempleo de la zona del euro subió 2 puntos porcentuales, hasta el 9½%. Los países que sufrieron shocks del mercado de la vivienda especialmente fuertes, como Irlanda y España, registran tasas de desempleo mucho más altas, debido a la drástica contracción del empleo en el sector de la construcción. El aumento más moderado de las tasas de desempleo en Europa refleja la mayor tendencia de estas economías a ajustar las nóminas cuando cambia la demanda reduciendo las horas de trabajo y no el número de trabajadores, una práctica alentada en parte por las políticas e instituciones del mercado de trabajo (recuadro 1.3). No obstante, como se prevé que el ritmo de recuperación en la zona del euro será lento, probablemente habrá más recortes de empleo.

Las tasas de ahorro probablemente se mantendrán altas; las tasas de inversión, bajas; y los mercados de trabajo, débiles. El repunte significativo de la capacidad utilizada y la inversión que pueda sentar las bases de un aumento sostenido del empleo parece estar muy distante. Los hogares, confrontados con salarios más bajos, pérdida de empleo y mercados de trabajo débiles, reducirán el consumo de bienes de consumo duradero y la deman-

### Recuadro 1.3. ¿Será una recuperación con desempleo?

La respuesta del desempleo durante la actual recesión mundial ha sido muy diferente entre las diversas economías y regiones. En Estados Unidos, la tasa de desempleo creció casi 5 puntos porcentuales, alcanzando niveles nunca vistos desde comienzos de los años ochenta. En Alemania, en cambio, a pesar de una caída importante del producto, la tasa de desempleo ha aumentado solo  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual y se mantiene bien por debajo de los niveles observados anteriormente en esta década. En este recuadro se procura explicar esas diferencias observadas en las economías avanzadas y emergentes comparando la dinámica actual con la registrada en ciclos anteriores.

Se sigue aquí el enfoque del capítulo 3 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial* y se compara la dinámica actual del mercado laboral con la que acompañó recesiones anteriores<sup>1</sup>. No obstante, no solo se examina la dinámica del empleo, sino también la observada en la productividad de la mano de obra y en la participación en la fuerza laboral<sup>2</sup>, lo que brinda un panorama más completo de los factores que influyen en el producto per cápita. Específicamente, se considera el hecho de que el logaritmo del producto per cápita es igual a la suma de los logaritmos de la participación en la fuerza laboral, la tasa de empleo y el producto por empleado:

$$\Delta \log \left( \frac{Y}{P} \right) = \Delta \log \left( \frac{Y}{E} \right) + \Delta \log \left( \frac{E}{LF} \right) \\ + \Delta \log \left( \frac{LF}{P} \right),$$

siendo  $Y$  el PIB real,  $P$  la población,  $E$  el empleo y  $LF$  la fuerza laboral<sup>3</sup>.

El autor principal de este recuadro es Ravi Balakrishnan. Murad Omoev colaboró en la investigación.

<sup>1</sup>Este parámetro comprende recesiones que se remontan a la década de 1970, siendo  $t=0$  el punto en el cual el PIB real alcanza un punto máximo.

<sup>2</sup>En este recuadro se mide la productividad laboral como el producto por empleado, debido a la falta de datos comparables sobre horas trabajadas correspondientes a muchas economías avanzadas y emergentes. No obstante, para comparar la dinámica laboral de Alemania y de Estados Unidos se mide la productividad en función del producto por hora.

<sup>3</sup>Cuando se dispone de datos sobre horas trabajadas, se puede descomponer además el producto por empleado:

Esto permite analizar la forma en que las economías se ajustaron ante los shocks recientes.

¿Se ajustó más rápidamente el empleo durante esta recesión? ¿O hay más retención preventiva de personal que en recesiones anteriores, siendo la productividad la que sufre el mayor impacto inicial mientras que el empleo decrece solo de manera marginal o lentamente a través del tiempo? ¿Cuán uniformes son estas respuestas entre las distintas economías? En este análisis la descomposición se aplica tanto a las economías avanzadas como a las emergentes, y luego se utilizan los datos disponibles más completos sobre las instituciones del mercado laboral y entre diversos sectores para estudiar en mayor profundidad la dinámica del empleo en las economías avanzadas.

#### Retención preventiva de personal o pérdida de empleos: ¿Qué predomina después de una recesión?

Como se muestra en el primer gráfico, durante las recesiones anteriores la tasa de desempleo baja y el ritmo de crecimiento de la productividad laboral (medida en función del producto por empleado) se desacelera, incluso volviéndose negativo en el caso de la economía emergente promedio, lo que concuerda con una retención preventiva de personal<sup>4</sup>. En la crisis actual, tanto las economías avanzadas como las emergentes han sufrido un impacto mucho mayor en el producto per cápita, que tiene como principal factor una caída significativamente más pronunciada del producto por empleado, lo que indica que la retención preventiva de personal ha sido en promedio mucho elevada durante esta recesión.

No obstante, existe una considerable heterogeneidad entre los países (segundo gráfico). Por ejemplo, entre las economías avanzadas Estados Unidos muestra un patrón contrario al de la mediana de los países: el empleo ha sufrido una profunda reducción, lo que permite mantener la

---

$\log \left( \frac{Y}{E} \right) = \log \left( \frac{Y}{H} \right) + \log \left( \frac{H}{E} \right)$ , donde  $H$  es el total de horas trabajadas. Esto permite ver qué margen se está ajustando: horas trabajadas por empleado o niveles de empleo.

<sup>4</sup>Las tendencias de participación no aportan muchos más elementos y por ello no se analizan en detalle.

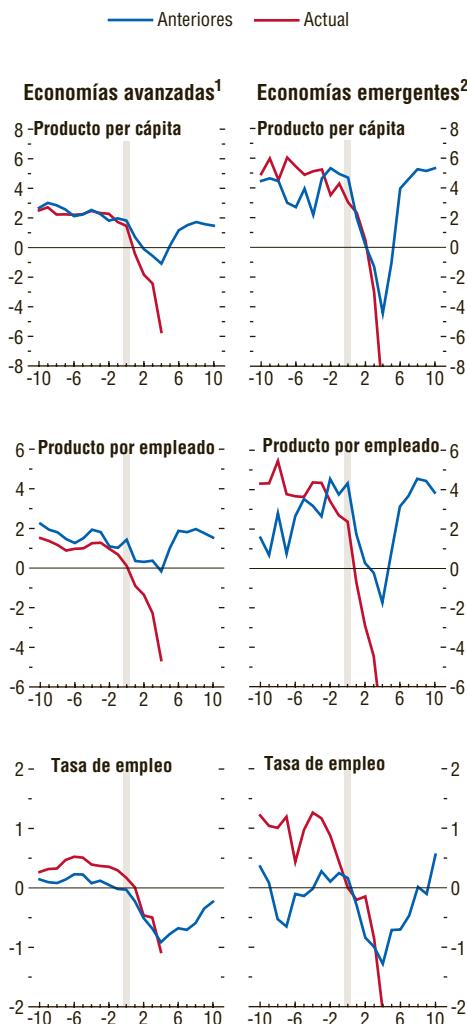
productividad laboral (definida como el producto por hora o por empleado), con escasa diferencia en la dinámica de la participación en la fuerza laboral. De hecho, durante el segundo trimestre de 2009, el producto no agrícola por hora de Estados Unidos creció al ritmo más rápido en seis años (tasa anual desestacionalizada). Esta dinámica es similar a la del producto por hora de Estados Unidos tras la recesión anterior, de 2001, a la que siguió lo que se dio en llamar una recuperación con desempleo, y contrasta con la mayoría de las recesiones previas, cuando el producto por hora cayó considerablemente. La pérdida de empleos en Estados Unidos durante el ciclo actual ha sido significativamente mayor que en la recesión de 2001, o que en cualquier otra recesión anterior. Las horas trabajadas por empleado también disminuyeron significativamente, pero en forma similar a lo ocurrido en ciclos anteriores.

En el extremo opuesto, Alemania —que también ha sufrido una caída del producto mucho más profunda que durante las recesiones previas— experimenta hasta el momento un nivel de pérdida de empleos sustancialmente menor que el registrado en recesiones anteriores o en Estados Unidos, mientras que el producto por hora se ha reducido considerablemente, a pesar del fuerte recorte de las horas por empleado. En este patrón quizás estén incidiendo las subvenciones al empleo a tiempo parcial (*Kurzarbeitergeld*) —cuya disponibilidad ha sido prorrogada de 6 a 24 meses— y las disposiciones especiales de los convenios colectivos de negociación salarial.

Durante los ciclos anteriores, las economías emergentes del sudeste asiático tendieron a experimentar ajustes más pequeños del empleo y por ende más volatilidad en el producto por empleado, mientras que las de Europa mostraron el patrón contrario. En esta oportunidad, las economías emergentes de Europa enfrentan un enorme ajuste del producto, lo que supone una caída del producto por empleado, así como importantes pérdidas de empleos. En el sudeste de Asia, hasta ahora esas pérdidas han sido poco importantes, incluso en relación con los ciclos previos, mientras que en América Latina ya parece

### Dinámica del mercado laboral en recesiones

(mediana de la variación porcentual anual, salvo indicación en contrario; trimestres en el eje de abscisas; nivel máximo del producto en t = 0)



Fuentes: Haver Analytics; cálculos del personal del FMI y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

<sup>1</sup>Economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, la República Checa y Suecia.

<sup>2</sup>Economías emergentes: Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Estonia, Filipinas, Hungría, Letonia, Lituania, Malasia, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

### Recuadro 1.3 (continuación)

haberse producido un ajuste significativo del margen de empleo (tercer gráfico).

#### *¿Pueden las instituciones y regulaciones del mercado laboral explicar las diferencias que hay entre las diversas economías avanzadas?*

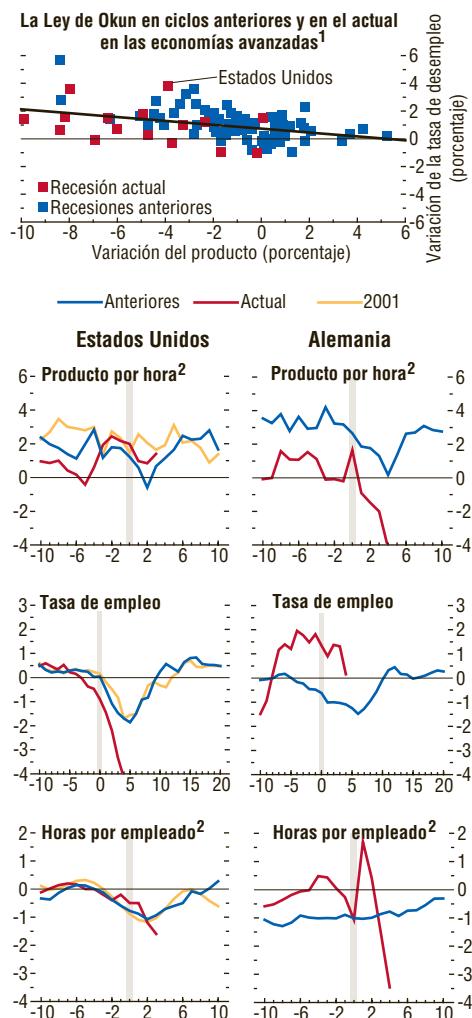
Para explicar la heterogeneidad, se examina el impacto de la flexibilidad del mercado laboral, que tiene muchas dimensiones, como el tipo de mecanismos de negociación salarial y el nivel y duración de las prestaciones por desempleo. Realizar un examen completo de todas las facetas de la flexibilidad del mercado laboral excede el alcance de este análisis, que se concentra en cambio en la legislación de protección del empleo (LPE), dada su especial importancia durante la crisis actual. Las investigaciones realizadas indican que, si bien el efecto de una legislación más estricta en la tasa de empleo de estado estacionario no está claramente definido, podría demorar la reasignación de mano de obra después de shocks de gran magnitud. Por supuesto, la LPE puede correlacionarse con otras características del mercado laboral capaces de afectar el empleo, como la sindicalización, las negociaciones colectivas de salarios o diversos programas de respaldo a los desempleados (como subvenciones al empleo a tiempo parcial), por lo cual la LPE podría tomarse como una variable sustitutiva de esas otras características.

Dada la falta de datos sobre los indicadores de LPE correspondientes a las economías emergentes, el presente análisis se concentra en las economías avanzadas, agrupadas en función de su grado de LPE, que se mide según el índice de severidad desarrollado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos<sup>5</sup>, y ordenadas de acuerdo con la puntuación media de LPE obtenida durante 1985–2007. Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido están clasificados como países con

<sup>5</sup>El índice se elabora en forma anual y su cómputo en general comienza a partir de mediados de los años ochenta. Es un indicador resumido, que pondera 14 subcomponentes de LPE (sobre los procedimientos de despido en el caso de contratos regulares y el uso de contratos temporales).

#### La Ley de Okun y la dinámica en Estados Unidos y Alemania

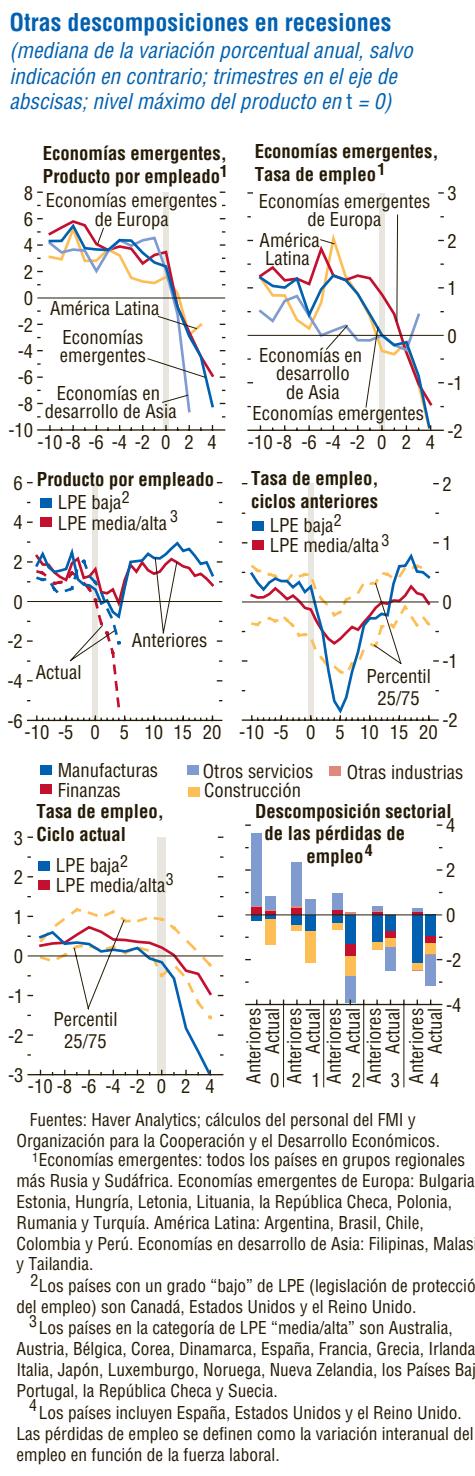
(mediana de la variación porcentual anual, salvo indicación en contrario; trimestres en el eje de abscisas; nivel máximo del producto en  $t = 0$ )



Fuentes: Haver Analytics; cálculos del personal del FMI, Instituto de Investigación del Empleo y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

<sup>1</sup>Las variaciones del producto y la tasa de empleo se definen como las tasas de crecimiento interanual en el tiempo = 4.

<sup>2</sup>Se utiliza la serie de la OCDE correspondiente a las horas por empleado, salvo en el período actual en el que se utilizan las horas semanales promedio de la economía total calculadas por Haver Analytics correspondientes a Estados Unidos y las horas trimestrales por empleado de la economía total calculadas por el Instituto de Investigación del Empleo correspondientes a Alemania. Las series se encadenan utilizando las tasas de crecimiento interanuales de los datos empleados para el período actual.



un grado "bajo" de LPE, mientras que todas las demás economías avanzadas se encuadran en la categoría de LPE de grado "medio/alto"<sup>6</sup>.

El tercer gráfico muestra la diferente dinámica de la productividad laboral (medida como producto por empleado) y la tasa de empleo entre los dos grupos de economías avanzadas durante recesiones anteriores y en la actualidad. Ambos grupos presentan una bajada sustancial del producto por empleado en la actual coyuntura, pero la bajada resulta particularmente fuerte entre las economías con LPE de grado medio/alto, lo que indicaría un mayor grado de retención preventiva de personal, dada la magnitud de la caída del producto. La gran diferencia entre los dos grupos se registra en la respuesta de la tasa de empleo. Durante los ciclos anteriores y la recesión actual, la pérdida inicial de empleos es mucho mayor entre las economías con un nivel bajo de LPE e incluso se sitúa por fuera de la amplitud intercuartil de las economías con LPE de grado medio/alto. En cuanto a la creación de empleos una vez afianzada la recuperación, las economías de LPE de grado bajo también tendieron a registrar mayores incrementos durante los ciclos previos.

¿Qué factores determinan ese comportamiento? Indudablemente, esta vez la magnitud del shock es mucho mayor (la mayor crisis financiera mundial desde la Gran Depresión combinada con la mayor recesión desde la Segunda guerra mundial) y eso explica por qué, en promedio, las caídas del producto per cápita y del producto por empleado son más profundas. El hecho de que la respuesta del empleo sea más dinámica en las economías de LPE de nivel bajo, en relación con las de LPE de nivel medio/alto, es congruente con los postulados de la bibliografía académica, en cuanto a que las leyes de protección reducen tanto las entradas al empleo como las salidas. En los países de LPE media/alta,

<sup>6</sup>Por supuesto, muchas economías han reducido significativamente la LPE desde mediados de los años ochenta (además de flexibilizar el mercado laboral en un plano más general). No obstante, esto no afecta su posición en la clasificación. Asimismo, como prueba de robustez se analiza si las respuestas observadas en recesiones anteriores son diferentes antes y después de fines de la década de 1980, y la conclusión es que son bastante similares.

### **Recuadro 1.3 (conclusión)**

la reducción del empleo durante la crisis ha sido similar a la registrada durante los ciclos anteriores pese a que las pérdidas de producto fueron sustancialmente mayores, de lo que cabe inferir que hubo más retención preventiva de personal. España, una economía de LPE de grado medio/alto, constituye una excepción importante, muy probablemente a causa de la doble estructura de su mercado laboral. Por ejemplo, durante la actual desaceleración de la economía alrededor de la mitad de la caída total del empleo corresponde a contratos temporales en el sector de la construcción<sup>7</sup>.

#### *¿Cómo responden los diferentes sectores en las economías avanzadas?*

Dado que la recesión actual involucra caídas del sector de la vivienda y crisis del sistema bancario en algunas de las principales economías avanzadas, se analizó si la descomposición sectorial de la pérdida de empleos difiere significativamente de la observada en recesiones anteriores. El análisis, basado en datos de empleo a nivel sectorial, se concentra en España, Estados Unidos y el Reino Unido —tres países que han sufrido desplomes del sector de la vivienda—, y en cinco sectores: manufacturas, construcción, otras industrias, servicios financieros e inmobiliarios y otros servicios (véase el tercer gráfico).

Durante los ciclos anteriores, en promedio, los servicios aportaron la mayor parte de los empleos creados durante los ciclos de expansión, pero en las recesiones la mayoría de las pérdidas se produjeron en el sector manufacturero. De hecho, durante las fases de contracción, el empleo aumentó

tó en promedio en el sector de servicios (tanto financieros como otros servicios). Durante esta crisis, el sector manufacturero se ha desprendido de personal, tal como se esperaba, pero también hubo una gran destrucción de empleos en la construcción y en los servicios financieros y otros, en concordancia con el mayor impacto de la crisis financiera en el sector de los servicios financieros y de la caída del rubro de la vivienda en la construcción. La gran baja del empleo en el sector de otros servicios puede estar reflejando la magnitud de la caída del producto y los efectos indirectos provenientes de otros sectores.

#### *¿Una recuperación con desempleo?*

Las señales apuntan a un importante grado de retención preventiva de personal en las economías avanzadas y emergentes, ya que hasta ahora la mayor parte del ajuste parece haberse dado a través de una bajada de la productividad en lugar de una pérdida de empleos. Esto podría presagiar una recuperación con desempleo, a medida que se corrige gradualmente la retención de personal. A juzgar por lo que indica el análisis, no obstante, es fundamental distinguir entre las diversas economías.

Las economías avanzadas con bajos niveles de LPE (Canadá, Estados Unidos, el Reino Unido) ya han experimentado importantes pérdidas de empleos. Si algo puede enseñarnos la historia es que seguramente el empleo en esas economías se recuperará con fuerza, lo que permite vaticinar un retorno a la creación de empleos en un futuro no demasiado lejano (aunque después de la recesión de 2001 transcurrió bastante tiempo antes de que el empleo repuntara en Estados Unidos). La destrucción de empleos en Estados Unidos y el Reino Unido se debe a que estos países han sufrido no solo recesiones, sino también caídas del mercado de la vivienda y crisis financieras sistémicas. Como se demuestra en el estudio del FMI (2009a), esa combinación de factores por lo general lleva a grandes caídas del producto y retarda significativamente la recuperación, por lo que cabe inferir que la recuperación de la creación de empleos en esas dos economías será lenta y no muy vigorosa.

<sup>7</sup>Tanto históricamente como durante la recesión actual, España ha registrado mayores pérdidas de empleo en la fase descendente del ciclo que los países con LPE de nivel bajo. Aunque últimamente la protección del empleo respecto de los contratos indefinidos se ha reducido de manera significativa, era muy elevada en el momento en que se crearon los contratos temporales (en 1984) y en consecuencia la mayoría de los nuevos empleos se crearon bajo esta nueva modalidad. La cantidad relativamente grande de contratos temporales vigentes les facilita a las empresas ajustar el nivel de empleo y también explica por qué en España la productividad laboral (medida en función del producto por hora o empleado) no tiende a caer durante las recesiones.

Muchas economías avanzadas cuya LPE corresponde al nivel medio/alto también han sufrido recesiones importantes, pero sin que hasta ahora se haya disparado su tasa de desempleo. Parte del ajuste tiene lugar mediante la reducción de horas trabajadas, aunque este recurso solo servirá para demorar las inevitables pérdidas de empleos a menos que la recuperación mundial sea más vigorosa de lo que actualmente se vislumbra. En Alemania, las importantes subvenciones al empleo a tiempo parcial permiten a las empresas retener personal reduciendo las horas trabajadas por empleado. El resultado de estos beneficios, cuya vigencia es de hasta dos años, puede ser una menor destrucción de puestos de trabajo en la fase descendente;

da de vivienda. Además, el ahorro aumentará para reconstituir la riqueza neta de los hogares. Esto se observa particularmente en Estados Unidos y el Reino Unido, países en los que la deuda de los hogares es relativamente alta, los precios de la vivienda han bajado considerablemente y las variaciones de los precios de los activos tienden a tener mayores efectos sobre el consumo porque las pensiones de jubilación están más estrechamente relacionadas a la evolución de los mercados financieros (a través de los planes de cotizaciones definidas) y los préstamos dependen en mayor medida de las garantías hipotecarias. Además, los consumidores de muchas economías que se han visto duramente golpeadas por los shocks financieros y del mercado de la vivienda, como Estados Unidos, probablemente serán ahora más prudentes, y mostrarán una mayor propensión al ahorro y menor apetito por los activos de riesgo.

Estas fuerzas también significan que la actividad relacionada con el mercado de la vivienda, que conjuntamente con las consiguientes presiones a la baja sobre los balances de los bancos provocaron la desaceleración mundial, probablemente no repuntará con fuerza hasta dentro de algún tiempo. Los precios de la vivienda están bajando a un ritmo más moderado o están comenzando a estabilizarse en algunas economías avanzadas, como

te; pero también una creación de empleo significativamente menor en el período de recuperación a medida que se incrementen las horas por empleado: cerca de 1,2 millones empleados, que representan alrededor del 3% de la fuerza laboral, reciben respaldo en el marco de este programa.

Se prevé que las economías emergentes —a excepción de las de Europa y la Comunidad de Estados Independientes— se recuperarán con mayor fuerza que las economías avanzadas, lo que sustentaría el crecimiento del empleo. En las economías de Europa, el ajuste del empleo ha sido severo, y la flexibilidad del mercado laboral será esencial para la necesaria reasignación y la futura creación de puestos de trabajo.

Estados Unidos y el Reino Unido, pero en muchos mercados persiste el riesgo de que los precios sigan cayendo (recuadro 1.4). Aunque la presión sobre el crecimiento que ejerce por la caída de la inversión residencial está disminuyendo, las condiciones en el mercado de la vivienda probablemente no serán más pujantes mientras las perspectivas del mercado de trabajo sigan siendo difíciles para los hogares y continúen aumentando los embarazos hipotecarios. Además, la caída de la actividad aún no ha tocado fondo en el sector inmobiliario comercial, que va a la zaga del sector residencial, pero que ahora también está sufriendo una grave desaceleración. Por lo tanto, la actividad en el sector de la construcción probablemente se mantendrá débil en el futuro próximo, lo que incidirá de manera negativa en el sector financiero.

El crecimiento ha mostrado mayor dinamismo en las economías emergentes. La demanda interna parece relativamente vigorosa, en particular en China e India, impulsada por la aplicación de sólidas políticas macroeconómicas. Además, muchas economías se están beneficiando ahora del repunte de los precios de las materias primas. Los datos limitados sobre el desempleo en las economías emergentes apuntan a una situación más favorable pero aún difícil, en la que las economías

emergentes de Europa y la CEI sufrirán grandes pérdidas de empleo. No obstante, el escaso dinamismo del consumo en las economías avanzadas afectará a las exportaciones de muchas economías emergentes, en particular cuando concluya el proceso de reconstitución de las existencias.

### Continúa el apoyo de política económica, pero está disminuyendo

Las políticas monetarias, fiscales y financieras han contribuido de manera esencial a romper el círculo vicioso de interacciones negativas entre los sectores real y financiero. No obstante, el apoyo de las políticas económicas al crecimiento irá disminuyendo poco a poco porque el margen para proporcionar un estímulo adicional es limitado. Además, la reestructuración fundamental del sector financiero está avanzando poco a poco.

#### Políticas monetarias expansivas

La fuerte caída de la actividad económica y el aumento de las brechas del producto han reducido las presiones inflacionarias. A nivel mundial, la inflación interanual se redujo moderadamente al 1,0% en julio, desde un nivel de más del 6% el año anterior. En las economías avanzadas, la inflación general disminuyó a menos de cero desde mayo, gracias a que los precios del petróleo permanecieron en niveles muy inferiores a los de un año antes, pese a su reciente repunte. La inflación básica se ha reducido al 1,2%, desde un nivel de más del 2% el año anterior. Las tasas de inflación general e inflación básica en las economías emergentes también se han moderado, cayendo la primera al 4,2% en julio y la segunda al 0,4% en junio. No obstante, la evolución en este ámbito no ha sido uniforme, y la inflación disminuyó principalmente en las economías emergentes de Asia y en menor medida en las economías emergentes de Europa.

Las tasas de interés de política monetaria han bajado considerablemente, a un nivel cercano a cero en muchas economías avanzadas (gráfico 1.6). En respuesta a la creciente crisis, los bancos centrales realizaron grandes recortes de las tasas de política monetaria, que han sido en promedio de más de 300 puntos básicos a nivel mun-

dial desde agosto de 2007. En la mayoría de las economías avanzadas, estas tasas bajaron entre 0,25% (Canadá, Suecia y Estados Unidos) y 1% (zona del euro). Con pocas excepciones, se ha agotado el margen para efectuar nuevos recortes en las economías avanzadas, y los mercados no prevén importantes aumentos de las tasas durante el próximo año<sup>1</sup>. En el marco de sus esfuerzos por transmitir los recortes de las tasas a corto plazo a los vencimientos a más largo plazo, la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Canadá y el Swedish Riksbank se han comprometido expresamente a mantener las tasas de política monetaria en niveles bajos hasta que existan indicios claros de recuperación. En general, los recortes fueron menores en las economías emergentes, ya que al comienzo de la crisis confluyeron un nivel de inflación más elevado y presiones a favor de la depreciación de los tipos de cambio en respuesta a las salidas de capitales. De cara al futuro, algunos bancos centrales en Asia y América Latina podrían comenzar a adoptar nuevamente medidas monetarias más restrictivas si los sólidos repuntes registrados en estas regiones se sostienen, aunque algunos bancos centrales en las economías emergentes de Europa todavía están aprovechando el margen disponible para recortar las tasas ante la mayor estabilidad de las condiciones financieras externas.

Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas y algunas economías emergentes utilizaron una variedad de medidas no convencionales para distender aún más las condiciones financieras restrictivas durante el pasado año. Se adoptaron varios enfoques distintos, principalmente según las diferentes estructuras del sistema financiero<sup>2</sup>. Todos los bancos centrales desplegaron amplias medidas para respaldar

<sup>1</sup>Aunque la tasa de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) se mantiene en el 1%, tras una importante operación de recompra a un año, la tasa del mercado monetario a un día en la zona del euro ha bajado a alrededor del 0,5% y la tasa de los depósitos en el BCE se sitúa apenas en 0,25%.

<sup>2</sup>Por ejemplo, en la zona del euro, el financiamiento bancario representó alrededor del 70% del financiamiento externo total de las empresas en 2004–08. En Estados Unidos, los recursos basados en el mercado representaron el 80% del financiamiento externo total (Trichet, 2009).

la liquidez de los bancos, dada su importancia en todos los sistemas financieros. El BCE, por ejemplo, imprimió mucha más flexibilidad a sus servicios de recompra, ampliando aún más la gama de garantías aceptables y ofreciendo vencimientos a seis meses y a un año. Muchos bancos centrales también suministraron liquidez en dólares de EE.UU., a través de líneas de crédito *swap* con la Reserva Federal. Esta última y el Banco de Inglaterra, entre otros, intervinieron mediante la compra directa de bonos públicos para reducir los rendimientos a largo plazo. Dada la importancia mucho mayor de los mercados de valores para la economía estadounidense, la Reserva Federal también intervino ampliamente en los mercados de deuda de las empresas semipúblicas<sup>3</sup>, de títulos respaldados por hipotecas y de papel comercial, y proporcionó financiamiento y protección a los inversionistas de títulos respaldados por activos<sup>4</sup>.

Estas operaciones, junto con los recortes de las tasas de política monetaria y el estímulo fiscal, contribuyeron a reducir los riesgos de sucesos extremos vinculados con la rápida caída de la confianza y las restricciones de liquidez. De hecho, algunas intervenciones ya se están desmantelando de manera natural gracias al mejoramiento de las condiciones financieras. En general, las operaciones focalizadas en mercados específicos con dificultades parecen haber sido más eficaces que las compras de bonos públicos, aunque quizás resulte más difícil desmantelar estas operaciones mientras los mercados sigan teniendo poca liquidez y no se corrijan las fallas fundamentales del mercado<sup>5</sup>.

### Políticas fiscales de apoyo

Tanto en las economías avanzadas como en las emergentes se implementaron sustanciales medidas de estímulo fiscal para atajar la profun-

Los mercados de títulos respaldados por hipotecas también son mucho mayores en Estados Unidos.

<sup>3</sup>Comprenden la Asociación Federal de Crédito Hipotecario (Fannie Mae) y la Sociedad Nacional de Préstamos Hipotecarios (Freddie Mac).

<sup>4</sup>Véase un análisis más detallado en Klyuev, Imus y Srinivasan (de próxima publicación).

<sup>5</sup>Véase un análisis sobre la evidencia inicial en McAndrews, Sarkar y Wang (2008); Čihák *et al.* (2009), y Taylor y Williams (2009).

### Gráfico 1.6. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas

(Tasas de interés en porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los bancos centrales han recortado las tasas de interés de política monetaria hasta un nivel excepcionalmente bajo a fin de combatir la recesión. Además, han intervenido en los mercados de crédito y de activos para moderar las condiciones financieras. Dado que se prevé que la inflación permanezca contenida, la contracción de la política monetaria será muy limitada durante el próximo año.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Eurostat; Haver Analytics; Merrill Lynch; *Economic Outlook* de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Letras del Tesoro a tres meses.

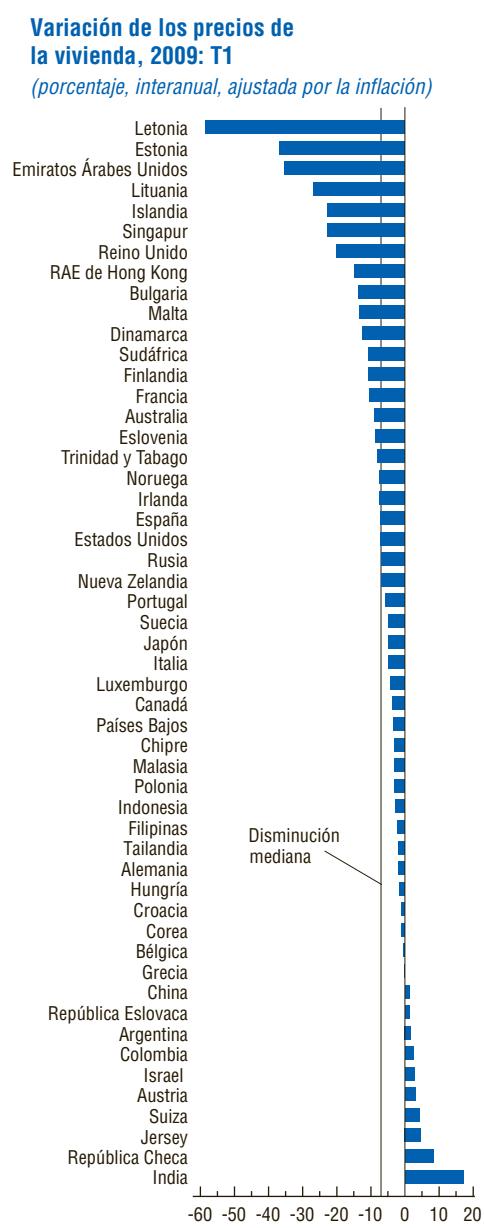
<sup>2</sup>En relación con la inflación subyacente.

<sup>3</sup>Las expectativas se basan en la tasa de los fondos federales en el caso de Estados Unidos; la tasa media interbancaria a un día de la libra esterlina en el caso del Reino Unido, y las tasas de interés a término ofrecidas en el mercado interbancario del euro en el caso de Europa; actualizadas al 16 de septiembre de 2009.

<sup>4</sup>Variaciones de un trimestre a otro; en miles de millones de unidades de moneda nacional.

<sup>5</sup>Variación en tres años de Estados Unidos, Japón y la zona del euro (G-3), denominada en dólares de EEUU.

### Recuadro 1.4. Los riesgos provenientes del mercado inmobiliario



Fuentes: Global Property Guide, OCDE, fuentes nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los datos correspondientes a Argentina, Bélgica, Colombia, Corea, Croacia, Grecia, Hungría, India, Lituania, Luxemburgo, Malasia, la República Checa y la República Eslovaca son al cuarto trimestre de 2008.

La corrección mundial de los mercados de inmuebles residenciales ha generado grandes caídas en los precios de la vivienda y en la actividad de la construcción en una amplia diversidad de economías, aunque en algunas últimamente han surgido signos de estabilización. En el año finalizado en el primer trimestre de 2009, la mediana de la caída anual del precio real de las viviendas entre las diversas economías fue de 7%, registrándose caídas mucho más drásticas en las economías bálticas, los Emiratos Árabes Unidos, Islandia, el Reino Unido y Singapur (primer gráfico). La actividad en el sector de la vivienda —medida en función del número de transacciones o la inversión residencial— también ha declinado; los permisos de construcción, por ejemplo, tuvieron una disminución anual mediana de alrededor de 35% en el primer trimestre de 2009.

Debido al desplome del sector inmobiliario residencial y a la grave desaceleración de la economía mundial, ha caído la demanda de espacio de oficinas y de edificios para el comercio minorista y para uso industrial, lo que también afectó el mercado inmobiliario comercial. Durante 2008 el porcentaje de oficinas desocupadas aumentó significativamente en muchas ciudades del mundo. Las plazas más castigadas fueron las principales ciudades de algunos mercados emergentes, como Moscú y Shanghái, y centros financieros internacionales, como Dublín, Nueva York, Londres y Tokio (segundo gráfico)<sup>1</sup>. La inversión en construcción no residencial cayó fuertemente, eclipsando en algunos casos la caída de la construcción residencial (tercer gráfico)<sup>2</sup>. La venta de inmuebles

Los autores principales de este recuadro son Deniz Igan y Prakash Loungani. Colaboraron en la investigación Heejin Kim y Jair Rodriguez.

<sup>1</sup>Dublín, junto con Luxemburgo, es uno de los principales centros financieros extraterritoriales de Europa.

<sup>2</sup> La formación bruta de capital fijo en la construcción no residencial también incluye los gastos para obras públicas, pero la inversión en inmuebles comerciales representa la mayor parte del total. En promedio, la formación bruta de capital fijo en la construcción no residencial constituye una proporción ligeramente mayor del PIB (7,4%) que la construcción residencial (4,9%), pero el sector no residencial es considerablemente mayor en Corea, Luxemburgo, el Reino Unido, la República Checa y la República Eslovaca.

comerciales está prácticamente paralizada (cuarto gráfico) y caen los precios de las propiedades.

¿Cuánto más tenderán a bajar los precios de la vivienda? ¿Y qué riesgos implican para la macroeconomía las correcciones de los mercados inmobiliarios residencial y comercial? En este recuadro se actualiza el análisis del mercado de la vivienda realizado en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* y se aplica también a los inmuebles comerciales<sup>3</sup>.

#### **Correcciones de los precios de la vivienda**

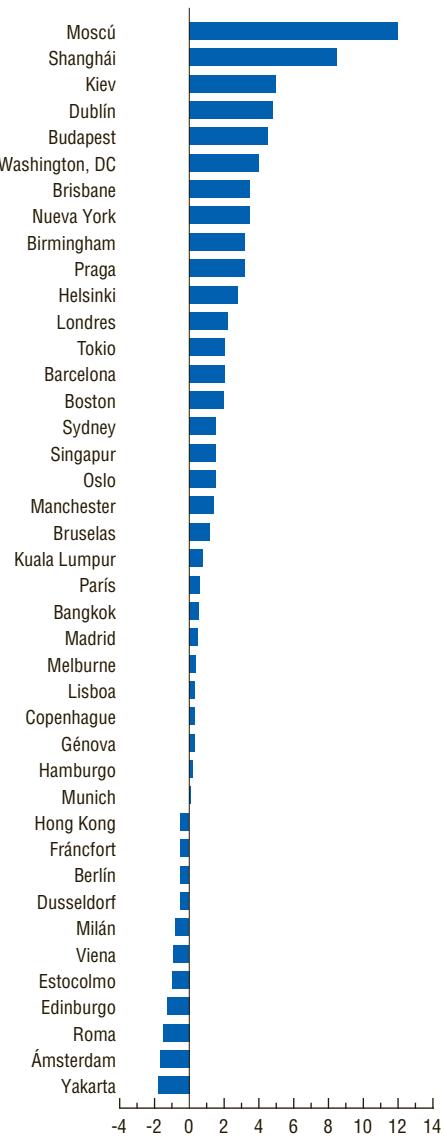
En el promedio de las economías avanzadas, las subidas del mercado de la vivienda han durado alrededor de seis años, período en el que los precios reales aumentaron alrededor del 50%. Las fases de caída se han caracterizado por bajas de 24% durante un período de cinco años (véase el cuadro). La última fase de alzas duró el doble del promedio anterior y su magnitud (en términos de precios) alcanzó más del doble. Por ende, aunque los precios de la vivienda ya han descendido 20% durante la caída actual —cifra cercana al promedio histórico—, aún podría darse una corrección significativa.

Naturalmente, el grado de corrección total de los precios variará entre las distintas economías, y las recientes bajas han sido más profundas en unas que en otras. Dadas las dificultades para evaluar la sobrevaloración de los precios de la vivienda, en el quinto gráfico se presentan cuatro métodos para computar la probable corrección de precios futura. En el panel superior se muestra la brecha entre la baja del precio de las viviendas en una economía durante el actual declive del sector y las caídas medias registradas en esa economía durante episodios anteriores. Si el pasado es prólogo, de acuerdo con estas estimaciones Finlandia y los Países Bajos probablemente experimentarán nuevas bajas de precios, mientras que en Australia y Estados Unidos la corrección está próxima a concluir.

<sup>3</sup>Véanse el recuadro 3.1 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2008 de dicha publicación y el capítulo 1 (págs. 19–20) de la edición de abril de 2009.

#### **Tasa de desocupación de oficinas**

(porcentaje, variación entre el 31 de diciembre de 2007 y el de 2008)



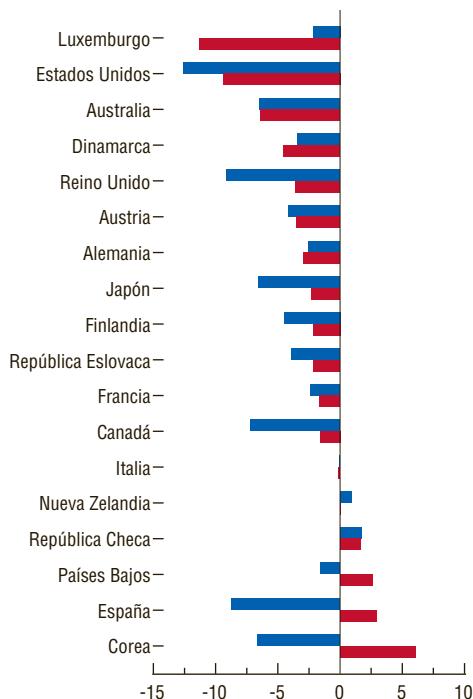
Fuentes: Knight Frank LLC y cálculos del personal técnico del FMI.

No obstante, este enfoque no contempla las diferencias que los factores determinantes de los movimientos del precio de las viviendas presentan entre un ciclo y otro. Las estimaciones

**Recuadro 1.4 (continuación)****Inversión en construcción residencial y no residencial**

(porcentaje, tasa de crecimiento intertrimestral al primer trimestre de 2009)

- █ Formación bruta de capital fijo en construcción residencial
- █ Formación bruta de capital fijo en construcción no residencial



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.

que figuran en el segundo panel se basan en un modelo económétrico que procura explicar el aumento de precios que ha tenido lugar en la última década en términos de las variables explicativas pertinentes. A tal efecto, en el modelo se considera el incremento de los precios reales de la vivienda como función de las siguientes variables: crecimiento del ingreso disponible per cápita, población en edad activa y precios del crédito y de las acciones; el nivel de las tasas de interés a corto y a largo plazo, y los costos de construc-

**Comparación del ciclo actual de la vivienda con ciclos anteriores**

	Alza		Caída	
	Duración	Amplitud	Duración	Amplitud
Ciclos anteriores	23	48	19	-24
Ciclo actual	46	124	8	-20

Fuente: Collyns, Igan y Loungani (2009).

Nota: Promedio de valores de 18 economías avanzadas. La duración se expresa en trimestres y la amplitud en porcentaje.

ción<sup>4</sup>. Los efectos dinámicos de estas variables se captan mediante la inclusión del crecimiento rezagado del precio real de las viviendas y un coeficiente de asequibilidad (la relación rezagada entre el precio de las viviendas y el ingreso disponible). Este modelo se estima respecto de cada economía utilizando datos trimestrales de 1970 a 2008. El aumento de los precios de la vivienda entre el final de 2008 o el primer trimestre de 2009 y el período 1997–2001 que no es explicado por estos factores fundamentales —denominado brecha de precios de la vivienda— brinda una estimación del potencial de corrección remanente. Se desprende de este análisis la probabilidad de que se produzcan más ajustes de precios en Irlanda, Italia y el Reino Unido. En comparación con anteriores estimaciones de *Perspectivas de la economía mundial*, el desajuste medio estimado cae de una sobrevaloración de 10% a una de 6%. El

<sup>4</sup>En comparación con el recuadro 3.1 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* y con el recuadro 1.1 de la edición de octubre de 2008 de dicha publicación, este modelo de precios de la vivienda refleja dos mejoras. Primero, para evitar la sensibilidad a los supuestos relativos al año base, se utilizan los precios de la vivienda en el primer trimestre de cada año desde 1997 a 2001 como niveles de base alternativos a partir de los cuales se devengan los valores ajustados de los aumentos de precios; se calcula entonces la brecha acumulada como el promedio de esos años base. Segundo, el modelo incluye ahora los costos de construcción como variable representativa de las condiciones de oferta. Aunque las estimaciones de la brecha podrían aún reflejar en parte factores fundamentales omitidos, indican qué magnitud deberían tener esos factores omitidos para que el alza de precios de la vivienda en los últimos años se considere como un resultado de equilibrio.

orden de clasificación de las economías se mantiene invariable en términos generales<sup>5</sup>.

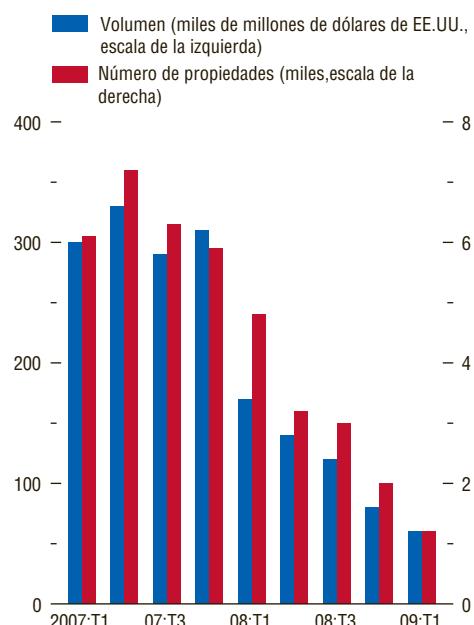
Las relaciones de largo plazo entre precios de la vivienda, alquileres e ingresos también pueden utilizarse para medir el grado de las probables caídas. En los paneles inferiores se muestra la brecha entre la relación actual precio-ingreso en diferentes economías y sus respectivos promedios históricos (tercer panel) y la brecha de la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres respecto de sus promedios históricos (panel inferior). En la mayoría de las economías, ambos coeficientes se mantienen aún muy por encima de los promedios históricos, especialmente en el caso de Australia y de España.

En resumen, los cuatro métodos indican que en la mayoría de las economías, la corrección de los precios de la vivienda aún tiene camino por recorrer. El análisis señala de manera concluyente que habrá más caídas importantes en Dinamarca, España y el Reino Unido, mientras que en Alemania, Corea y Estados Unidos las correcciones tenderán a ser pequeñas.

A su vez, a nivel subnacional podría haber correcciones más pronunciadas que las que evidencian los

<sup>5</sup>La misma serie de datos que abarca el período de 1970 a 2008 se usa para obtener estimaciones en el marco del modelo utilizado en informes anteriores y en el modelo mejorado. Por lo tanto, la diferencia entre las estimaciones del desajuste se debe al mejoramiento del modelo, no a las caídas registradas desde la fecha del último informe. Las estimaciones correspondientes a varias economías presentan sensibilidad a factores específicos de cada país. En el caso de Australia, por ejemplo, si se toma en cuenta el impacto de la migración de largo plazo en la demanda de viviendas, los resultados no arrojan evidencias de una sobrevaloración significativa de los precios. Análogamente, en el caso de los Países Bajos, la brecha estimada del precio de las viviendas podría ser menor si se considera el crecimiento de los hogares unipersonales, junto con factores institucionales (normas estrictas sobre zonificación y un régimen impositivo que permite una amplia deducción de los intereses hipotecarios). En el caso de Italia, la baja relación préstamo-valor, los bajos niveles de deuda de los hogares y la demanda por parte de extranjeros disminuyen considerablemente el riesgo a la baja del precio de los inmuebles. Con respecto a Japón, dada la persistente caída de los precios registrada en las últimas décadas, las estimaciones de la brecha pueden ser sensibles a la especificación de las tendencias.

### Ventas mundiales de inmuebles comerciales



Fuentes: Real Capital Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

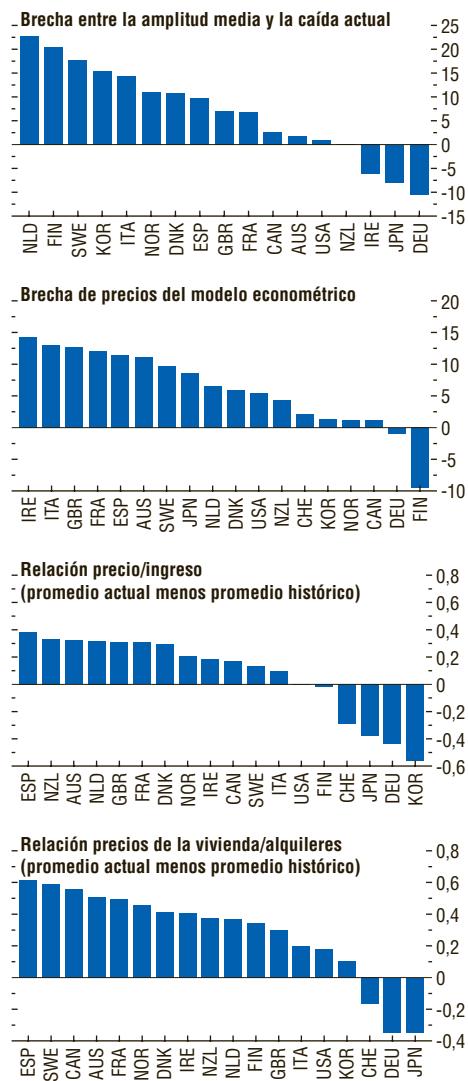
datos agregados. En Canadá, por ejemplo, se estima que el potencial de nuevas correcciones de precios es mucho mayor en las provincias del oeste (Alberta, Columbia Británica, Saskatchewan) que en las del este (Ontario, Quebec)<sup>6</sup>. En Estados Unidos, el corredor del noreste, la costa oeste y la mayoría de los estados a los que se suele denominar “sand states” (tales como Arizona, Florida y Nevada), parecen susceptibles de experimentar más correcciones, según lo indica un análisis de la relación precio-ingresos<sup>7</sup>.

<sup>6</sup>FMI (2009b).

<sup>7</sup>En estos cálculos de la relación precio-ingreso (“coeficiente de asequibilidad”) se compara la mediana del ingreso de los hogares en un estado con el nivel de ingresos requerido para obtener un préstamo hipotecario estándar para la compra de una vivienda de precio igual a la mediana en esa zona. Véanse más detalles en Collyns, Igan y Loungani (2009). Otras disparidades entre regiones se reflejan en las tasas de morosidad y de ejecución hipotecaria, siendo también en este caso los estados a los que se alude como “sand states” (Arizona, California, Florida, Nevada) los que registran los niveles más altos.

### **Recuadro 1.4 (*continuación*)**

## Estimaciones de las correcciones de los precios de la vivienda<sup>1</sup>



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>En todos los paneles, un valor positivo corresponde a una sobrevaloración o a una caída potencial de los precios basada en el análisis o la comparación de movimientos anteriores de precios.

2AUS: Australia; CAN: Canadá; CHE: Suiza; DEU: Alemania;  
DNK: Dinamarca; ESP: España; FIN: Finlandia; FRA: Francia;  
GBR: Reino Unido; IRE: Irlanda; ITA: Italia; JPN: Japón; KOR: Korea;  
NLD: Países Bajos; NOR: Noruega; NZL: Nueva Zelanda; SWE: Suecia;  
USA: Estados Unidos.

## *Correcciones del precio de los inmuebles comerciales*

Los mercados de inmuebles comerciales enfrentan correcciones sustanciales de los precios. El nivel actual de los alquileres de oficinas, locales para el comercio minorista y naves industriales se sitúa, en promedio, casi 15% por encima de la norma histórica (sexto gráfico). Los alquileres ya han comenzado a bajar en todo el mundo, y es probable que esta tendencia continúe en vista de las perspectivas económicas, lo que generará presiones sobre el precio de las propiedades de uso comercial. No se dispone de datos mundiales sistemáticos sobre precios, pero el mercado de Estados Unidos ilustra la escala del problema. En Estados Unidos, los precios de los inmuebles comerciales experimentaron un auge propio entre 2005 y 2007, que desde entonces se ha transformado en una caída (séptimo gráfico). En el segundo trimestre de 2009, esos precios ya habían descendido casi 40% respecto del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2007. Cabe comparar esta situación con la baja del 27% de máximo a mínimo registrada durante la caída del mercado de 1987-92. Una corrección tan pronunciada tendrá consecuencias importantes: los incumplimientos de pago de los préstamos para inmuebles comerciales actualmente ascienden a 7,9%, pero en vista de la magnitud de la caída y dado que a principios de los años noventa los impagos llegaron al 12%, su nivel podría elevarse a más del doble<sup>8</sup>.

## *Impacto en la economía real*

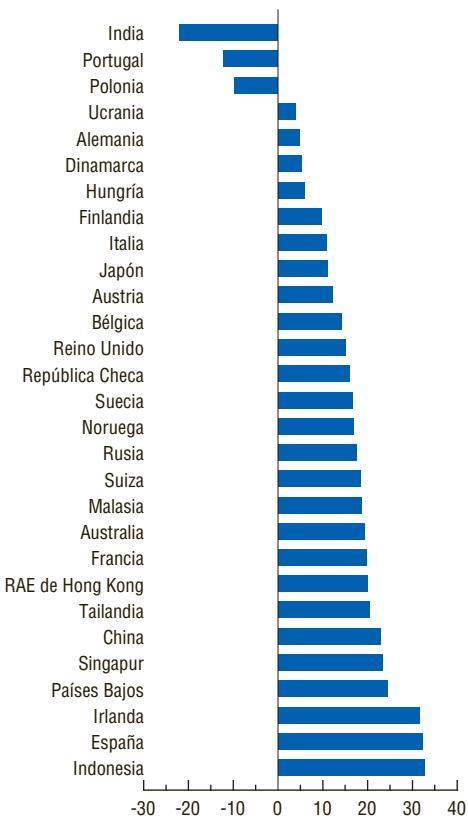
A nivel conceptual, el impacto de las correcciones del sector de la vivienda en la economía real depende de los siguientes factores: el grado de desajuste de los precios de la vivienda, según lo ante-

<sup>8</sup>La tasa de morosidad que se notifica corresponde a todos los bancos comerciales. Las tasas de incumplimiento tienden a rezagarse respecto del ciclo de precios. La morosidad alcanzó un nivel máximo en el primer trimestre de 1991, más de tres años después de que lo hicieran los precios. Aunque analizar en profundidad los determinantes de la tasa de incumplimiento excedería el alcance de este recuadro, estas estimaciones son congruentes con las previsiones expuestas en el estudio del FMI (2009a). Para obtener más información sobre la aplicación del modelo a los incumplimientos, véanse Igan y Pinheiro (2009) y el recuadro 1.6 de FMI (2008).

riormente estimado; el impacto de una determinada corrección de precios en las variables macroeconómicas, que podría variar entre las distintas economías debido a diferencias en las características de los mercados hipotecarios o a diferencias en las respuestas de política económica a los shocks del sector de la vivienda, y los mecanismos de transmisión y amplificación, como el impacto de los incumplimientos en el balance de los bancos o los efectos indirectos en el sector inmobiliario comercial, que quizás no estén totalmente reflejados en un modelo macroeconómico estándar del impacto de los shocks de precios de la vivienda.

Para obtener una evaluación de referencia del impacto de la baja de los precios de la vivienda en la economía, se estimó un modelo de autorregresión vectorial (VAR) para cada una de las 20 economías avanzadas sobre las que se cuenta con una larga serie de datos trimestrales<sup>9</sup>. Cada modelo incluye las siguientes variables: PIB real, consumo privado real, inversión residencial real, inflación según el índice de precios al consumidor, tasa de interés a corto plazo y precios reales de la vivienda<sup>10</sup>. El período comprendido en la muestra es el primer trimestre de 1986 hasta el cuarto trimestre de 2008. Se usa el modelo para observar la respuesta del PIB, de la inversión residencial y del consumo a un shock de precios de la vivienda. Los resultados indican que, en promedio, una baja de 10% en los precios determina después de un año caídas de alrededor del 2% en el PIB real, 2½% en el consumo y 15% en la inversión residencial. En muchas economías, el crecimiento del consumo privado se vinculó estrechamente con la apreciación de los precios de la vivienda durante esta última década, y la caída de los precios ahora deprime el crecimiento del consumo. Algunas economías muestran un alto grado de respuesta de la macroeconomía al precio de las viviendas; entre ellas, Finlandia, Grecia y Nueva

### Alquileres de espacio comercial<sup>1</sup> (promedio actual menos promedio histórico, expresado en porcentaje del nivel actual)



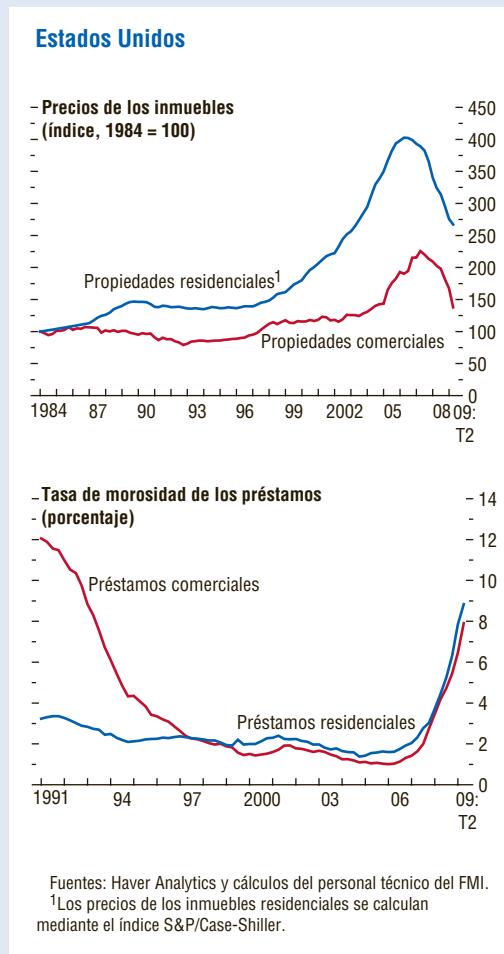
Fuentes: Knight Frank LLC y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los alquileres se expresan en moneda nacional. Promedio correspondiente al espacio industrial, para el comercio minorista y de oficinas para cada país. Los datos sobre los distintos países comienzan en las fechas siguientes: Alemania, 1990; Australia, 2000; Austria, 2001; Bélgica, 1990; China, 1991; Dinamarca, 1996; España, 1990; Finlandia, 2005; Francia, 1990; Hong Kong, 1992; Hungría, 2002; India, 1999; Indonesia, 1997; Irlanda, 1992; Italia, 1990; Japón, 1998; Malasia, 1991; Noruega, 2005; Países Bajos, 1990; Polonia, 1993; Portugal, 1991; Reino Unido 1980; República Checa, 2002; Rusia, 2003; Singapur, 1982; Suecia, 1992; Suiza, 2001; Tailandia, 1997; Ucrania, 2006. Los datos se expresan en términos nominales.

<sup>9</sup>Alemania, Australia, Austria, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

<sup>10</sup>Ejemplos recientes de esta metodología son los estudios de Jarocinski y Smets (2007) y Cardarelli *et al.* (2009).

Zelandia. La heterogeneidad de la respuesta entre las distintas economías podría deberse a numerosos factores; pero, según se desprende de estudios anteriores presentados en diversas ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*, la facilidad con que los

**Recuadro 1.4 (conclusión)**

hogares pueden acceder al crédito hipotecario es probablemente un determinante crucial.

El modelo VAR genera estimaciones de referencia del impacto macroeconómico de las bajas del precio de la vivienda, pero quizás no refleje plenamente los mecanismos de transmisión y amplificación que pueden estar en juego. Dichos mecanismos pueden ser muy significativos en aquellas economías en las que la construcción residencial ha sido un importante factor impulsor del crecimiento del PIB en los últimos años o donde el balance de los hogares pasó a depender en gran medida de los activos residenciales. En España, por ejemplo, el sector de la construcción creció hasta representar más del 10% del valor agregado en 2007, comparado con 6% en 1997; en los últimos datos corres-

pondientes a 2009 esta proporción ha comenzado a contraerse, con importantes consecuencias para el crecimiento del ingreso y el empleo. Se observa un patrón similar en Estonia e Irlanda y, en menor medida, en Noruega y el Reino Unido.

Los efectos indirectos de la debilidad del sector inmobiliario comercial también son importantes en este momento. Como los inversionistas en ese tipo de inmuebles generalmente están más apalancados que los propietarios de inmuebles residenciales, el impacto de la baja de precios en la morosidad y por ende en el balance de las instituciones financieras tenderá a ser mayor que el provocado por una baja de precios de las viviendas. En Estados Unidos, hay preocupación por las crecientes tasas de morosidad de los préstamos para la construcción y los títulos valores respaldados por hipotecas comerciales<sup>11</sup>. Dado que se prevé que las necesidades de refinanciación de los inversionistas en inmuebles comerciales alcanzarán su nivel máximo durante 2011–13, los incumplimientos antes del vencimiento y la liquidación de propiedades podrían desencadenar otra ola de tensiones financieras<sup>12</sup>. Otras economías también enfrentan

<sup>11</sup>Los diferenciales de los títulos valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS) calificados como aptos para la inversión se dispararon en el verano de 2008, al igual que los de otros títulos con garantía de activos, y se mantienen altos. En agosto de 2009, la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos anunciaron la prórroga de la Línea de Préstamos a Plazo para Valores Respaldados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés) hasta mediados de 2010 para los CMBS a fin de sostener el debilitado mercado inmobiliario comercial. La exposición de las instituciones financieras no bancarias a los CMBS constituye un motivo de preocupación en la actual coyuntura del mercado.

<sup>12</sup>En Estados Unidos, por ejemplo, Wells Fargo, Bank of America y JPMorgan Chase se cuentan entre los principales prestamistas de crédito para inmuebles comerciales. Otros prestamistas más pequeños y más concentrados geográficamente ya han declarado pérdidas relacionadas con ese tipo de créditos. En conjunto, los bancos comerciales mantienen en su cartera US\$1,6 billones de préstamos hipotecarios comerciales que ascienden al 45% del total de créditos pendientes de reembolso. Los emisores de CMBS (26%), las compañías de seguros de vida (9%) y las instituciones de ahorro (6%) son los otros grandes tenedores de deuda inmobiliaria comercial.

riesgos sustanciales generados por las correcciones que se produzcan en este sector. Entre ellas se cuentan los Emiratos Árabes Unidos, donde la participación de la construcción en el PIB excluido el petróleo es elevada, los bancos tienen una alta exposición directa e indirecta al sector y existe una gran dependencia del crédito externo.

#### **Conclusiones**

Los precios de la vivienda siguen cayendo en una amplia gama de economías, aunque recientemente han surgido indicios de una estabilización allí donde el proceso de corrección ya lleva varios años, como en Estados Unidos. Pero un análisis de los ciclos anteriores de esos precios indica que en la mayoría de las economías podrían producirse aún más correcciones significativas porque el alza de precios que precedió la actual fase de caída fue superior al promedio. Además, la recesión mundial genera presiones sobre los mercados de pro-

piedades comerciales y, como consecuencia, la creciente proporción de inmuebles desocupados y los valores decrecientes de los alquileres deprimen la inversión en construcción no residencial. Quienes han invertido en inmuebles comerciales mediante apalancamiento probablemente tendrán dificultades para refinanciar los préstamos que vencen, y por lo tanto la escalada de la morosidad podría desatar una segunda ola de tensiones en las instituciones financieras expuestas. Los efectos que las correcciones del precio de las viviendas ejercen hoy en la economía real y la tensión creciente de los mercados de propiedades comerciales se amplifican en las economías donde la construcción ha dado un importante impulso al crecimiento en los últimos años, donde el consumo fue estimulado por la apreciación del valor de las viviendas y donde el debilitamiento de la economía real ha colocado el mercado inmobiliario comercial en una situación precaria.

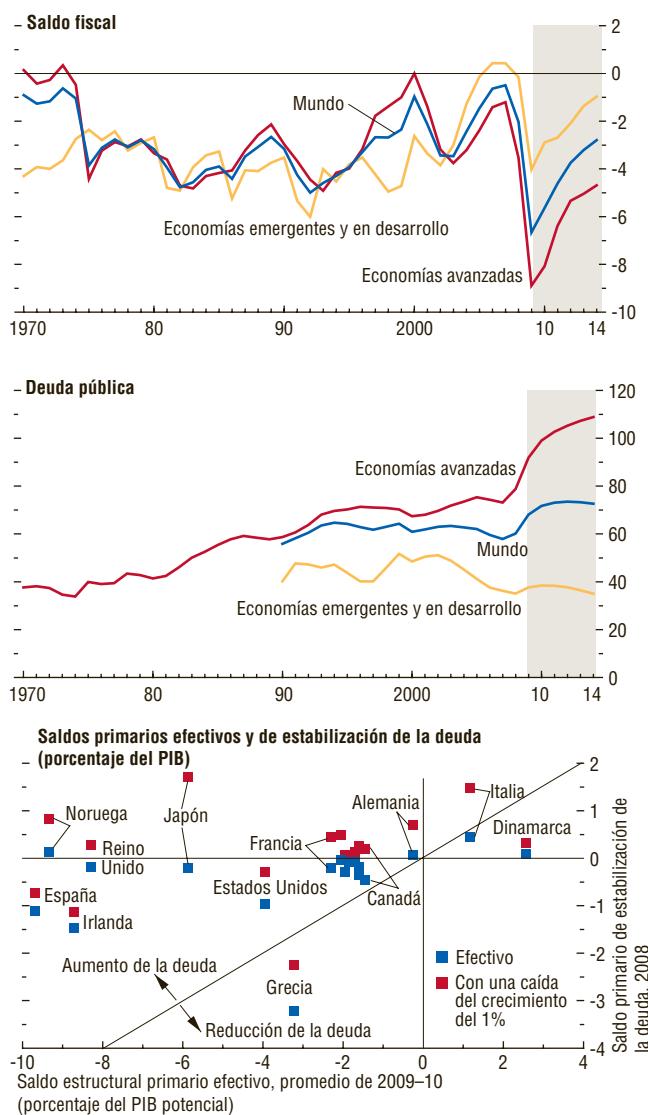
da desaceleración, lo que resultó particularmente importante porque la transmisión de la política monetaria se ha visto frenada en muchas economías (gráfico 1.7). Según las proyecciones, los déficits fiscales globales aumentarán en alrededor de 6 puntos porcentuales del PIB ponderado por la paridad del poder adquisitivo en 2009–10 en comparación con los niveles registrados en 2007 antes de la crisis. La expansión fiscal es mayor en las economías avanzadas, debido al tamaño más extenso de sus gobiernos y al mayor protagonismo de algunos estabilizadores automáticos, como los impuestos sobre la renta y las transferencias (las prestaciones de asistencia social, las indemnizaciones por desempleo). Con respecto a las economías del Grupo de los Veinte (G-20), se estima que las medidas discrecionales relacionadas con la crisis representarán alrededor del 2% del PIB en 2009 y 1,5% del PIB en 2010, en relación con los escenarios de referencia de 2007, y los programas de medidas más extensos corresponden a Asia, Oriente Medio y Estados Unidos. Las categorías de estímulo que se implementaron más rápidamente —las exoneraciones fiscales y los pagos de transfe-

rencias— son las que suelen tener menores efectos en la actividad. La implementación de las medidas de estímulo que tienen mayores multiplicadores probablemente se acelerará durante el segundo semestre de 2009, debido a los retrasos inherentes a los nuevos programas de gasto público y a los ampliados, especialmente en infraestructura.

Como existen indicios de que las condiciones comienzan a estabilizarse, la mayoría de los países han adoptado la actitud de “esperar a ver qué pasa”, centrando la mira en la implementación de las medidas anunciadas anteriormente y en la evaluación de su impacto antes de ofrecer estímulo adicional. Las estimaciones para 2010 reflejan la implementación escalonada de medidas de gasto iniciadas en 2009 y la continuación de las medidas tributarias, así como del funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Por lo tanto, se proyecta que en 2010 los déficits presupuestarios se mantendrán en general en el mismo nivel que en 2009, lo que implica la continuación del apoyo a la actividad. Con respecto a las economías del G-20, se estima que la política fiscal impulsará el crecimiento del PIB en por lo menos 1 punto

### Gráfico 1.7. Saldos fiscales del gobierno general y deuda pública (Porcentaje del PIB)

La política fiscal está proporcionando un estímulo importante a la economía mundial. No obstante, la deuda pública crece rápidamente, en particular en las economías avanzadas. Se requerirán fuertes correcciones de los saldos fiscales para revertir esta tendencia cuando la recuperación esté firmemente en marcha.



Fuentes: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

porcentual en 2009 y en menor medida en 2010<sup>6</sup>. La continuación del estímulo al crecimiento en 2010 refleja los retrasos en la implementación y el creciente aumento del gasto de capital (infraestructura), que tiene mayores multiplicadores que los impuestos o las transferencias. En los próximos años, los déficits fiscales comenzarán a reducirse si no se implementan nuevas medidas, a medida que vayan retirándose las medidas de estímulo y la recuperación mejore los componentes cíclicos del presupuesto.

### Apoyo al sector financiero

Además de los esfuerzos realizados por los bancos centrales, los gobiernos también intervieron ampliamente en los sistemas financieros para aliviar la preocupación por un posible colapso sistémico y restaurar la confianza. Entre las medidas adoptadas se incluyeron las garantías de depósitos y de préstamos, la recapitalización de las instituciones financieras y varios mecanismos para inmovilizar o eliminar los activos de mala calidad de los balances de estas entidades (gráfico 1.8). Los métodos utilizados variaron según las circunstancias de cada país. La mayoría de los gobiernos ofrecieron garantías porque estas implican bajos costos fiscales iniciales y resultan relativamente fáciles de implementar. Los programas para recapitalizar las instituciones financieras y eliminar sus activos tóxicos se toparon rápidamente con importantes obstáculos políticos, porque los electores escépticos se opusieron a lo que consideraron rescates excesivamente generosos con las empresas aparentemente responsables de la crisis o cuestionaron el creciente papel del gobierno en la intermediación del crédito. La recapitalización también planteó varias dificultades, en particular cómo calcular los déficits de capital, debido a la valoración incierta de los activos de mala calidad y

<sup>6</sup>El tamaño de los multiplicadores fiscales es incierto. Conforme a las gamas posibles, los programas de estímulos podrían impulsar el crecimiento del PIB entre 1 y 5 puntos porcentuales en 2009, y entre 0 y 1 punto porcentual en 2010, en ambos casos con respecto al año anterior. Estas estimaciones consideran los efectos indirectos entre países. Véase un análisis más detallado en Horton, Kumar y Mauro (2009).

a la resistencia de los accionistas, que querían preservar intactos sus intereses e influencia.

Por lo tanto, solo un monto limitado de fondos públicos se ha asignado inicialmente a operaciones de apoyo financiero. Se estima que las economías avanzadas del G-20 han reservado fondos por una cifra ligeramente inferior al 6% del PIB; en el caso de las economías emergentes del G-20, cuyos sistemas financieros se ven mucho menos afectados en forma directa por la crisis, esa cifra se sitúa por debajo del 1% del PIB<sup>7</sup>. En general, el monto del apoyo al sector financiero efectivamente desembolsado ha sido aun menor, debido a varios factores. Algunos son inofensivos, como el carácter precautorio de los anuncios iniciales y las señales de una mayor estabilidad y el mejoramiento de la liquidez bancaria. Otros resultan más inquietantes, como los retrasos en la implementación de los programas de recapitalización y las compras de activos causadas por la preferencia de las instituciones financieras a esperar a que pase la crisis y desapalancar, en lugar de realizar los castigos contables y aceptar las ayudas públicas para aumentar el crédito.

Varios gobiernos se han involucrado activamente en la evaluación de sus sistemas bancarios, llevando a cabo pruebas de tensión, que, cuando se han respaldado con la aplicación de medidas creíbles orientadas a corregir los déficits de capital, han sido una herramienta eficaz para acelerar el restablecimiento de la solidez de los balances y recuperar la confianza en los bancos. No obstante, queda mucho por hacer en este ámbito en muchos países. En consecuencia, el capital permanece en niveles muy inferiores a los requeridos para detener el desapalancamiento bancario, lo que está frenando considerablemente la recuperación.

## Escaso dinamismo de la recuperación y vulnerabilidad a una ligera deflación

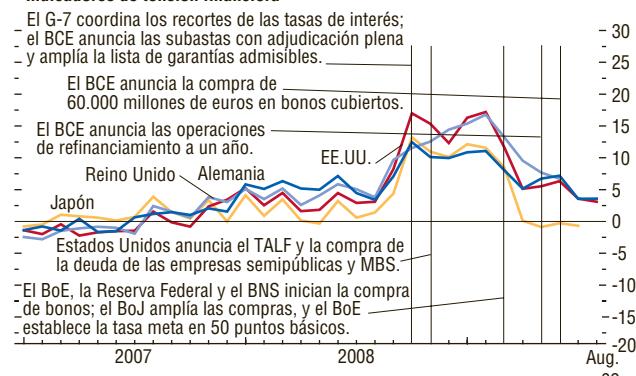
Resumiendo las perspectivas a corto plazo, las fuerzas de política económica que impulsan el actual repunte irán debilitándose gradualmente, mientras que las fuerzas reales y financieras, aun-

<sup>7</sup>Véase Horton, Kumar y Mauro (2009).

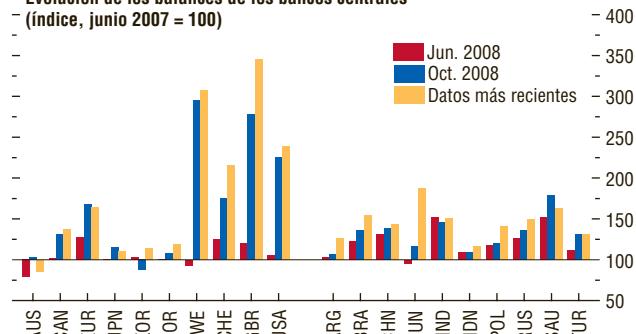
## Gráfico 1.8. Ayudas públicas para aliviar las tensiones financieras

La extraordinaria intervención pública ha ayudado a reducir la turbulencia en los mercados financieros. En consecuencia, los balances de los bancos centrales se han expandido considerablemente y los gobiernos han incurrido en importantes gastos efectivos y contingentes.

### Indicadores de tensión financiera<sup>1</sup>



### Evolución de los balances de los bancos centrales<sup>2</sup>



### Ayudas al sector financiero y otros sectores, y necesidades de financiamiento de forma inmediata (al mes de junio de 2009, porcentaje del PIB de 2008)



Fuentes: Horton, Kumar y Mauro (2009), cuadro 4; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los indicadores de tensión financiera comprenden siete variables de los mercados financieros: la beta de las acciones bancarias, el diferencial TED, la pendiente de la curva de rendimientos, los diferenciales de los bonos corporativos, los rendimientos de las acciones bursátiles, la volatilidad del mercado bursátil y la volatilidad del tipo de cambio.

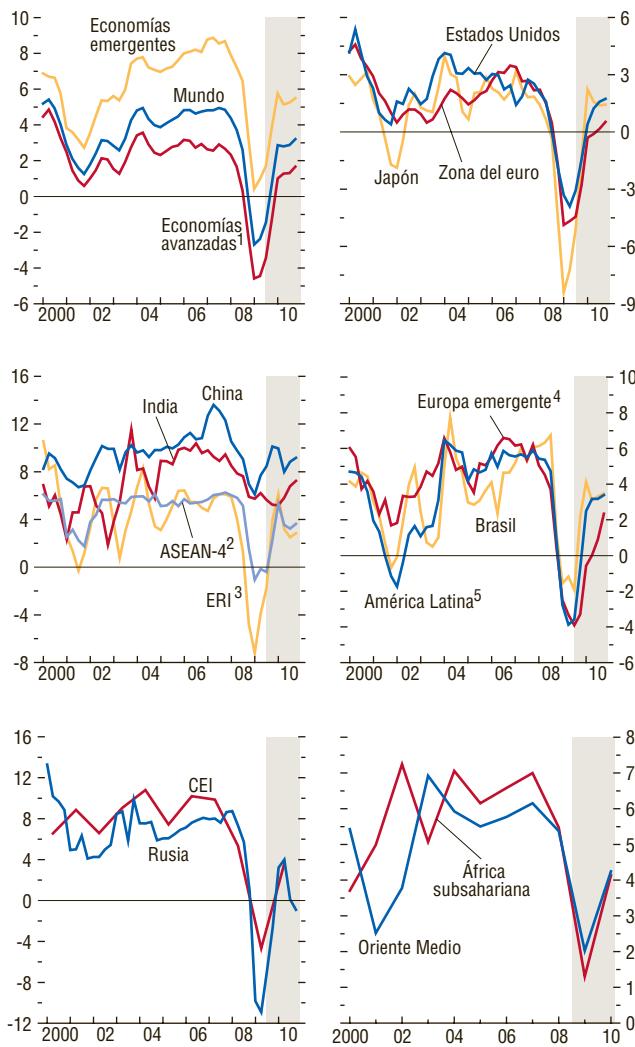
BCE = Banco Central Europeo; BNS = Banco Nacional de Suiza; BoE = Banco de Inglaterra; BoJ = Banco de Japón; MBS = Títulos respaldados por hipotecas; TALF = Term-Asset Backed Securities Loan Facility (programa de préstamos de valores a término respaldados por activos).

<sup>2</sup>AUS = Australia; CAN = Canadá; EUR = Zona del euro; JPN = Japón; KOR = Corea; NOR = Noruega; SWE = Suecia; CHE = Suiza; GRB = Reino Unido; USA = Estados Unidos; ARG = Argentina; BRA = Brasil; CHN = China; HUN = Hungría; IND = India; IDN = Indonesia; POL = Polonia; RUS = Rusia; SAU = Arabia Saudita; TUR: Turquía.

**Gráfico 1.9. Perspectivas mundiales**

(PIB real; variación porcentual con respecto a un año antes)

Se prevé que la recuperación comience a ganar terreno en 2009–10. Sin embargo, el crecimiento económico no será igual en todas las regiones: en las economías avanzadas, las economías emergentes de Europa, la Comunidad de Estados Independientes (CEI) y América Latina será moderado, mientras que en China e India se mantendrá a un ritmo vigoroso.



Fuentes: Haver Analytics y base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>1</sup>Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

<sup>2</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>3</sup>Las economías de reciente industrialización (ERI) comprenden Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur.

<sup>4</sup>Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.

<sup>5</sup>Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela.

que están cobrando vigor poco a poco, siguen siendo débiles. Concretamente, el estímulo fiscal disminuirá y la reconstitución de existencias irá perdiendo influencia, mientras que el consumo y la inversión se irán recuperando lentamente. Por lo tanto, tras una contracción de alrededor del 1% en 2009, se proyecta que la actividad mundial se expandirá aproximadamente 3% en 2010. Estas proyecciones representan una ligera revisión al alza con respecto a las incluidas en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2009 (cuadro 1.1; gráfico 1.9).

Se proyecta que la actividad de las economías avanzadas se expandirá a paso lento durante gran parte de 2010, y que el crecimiento del producto alcanzará su potencial a mediano plazo solo a finales de ese año. Por lo tanto, el crecimiento anual promedio en 2010 será apenas ligeramente positivo, de alrededor del 1¼%, tras una contracción del 3½% en 2009. La recuperación de la actividad se ve más claramente en cifras interanuales del cuarto trimestre: entre el cuarto trimestre de 2009 y el de 2010, se prevé el producto crecerá aproximadamente 1¾%, nivel más alto en comparación con la expansión de alrededor de ½% (anualizado) registrada durante el segundo semestre de 2009 y la contracción del 2% en el primer semestre. La recuperación se ha manifestado primero en las economías avanzadas de Asia. En Estados Unidos, el consumo probablemente se verá impulsado ligeramente por la reducción gradual de las pérdidas de empleos, así como por el repunte de los precios de los activos. En Europa, los avances están siendo impulsados por el apoyo de las políticas económicas y la recuperación de la confianza y el comercio; en Francia y Alemania el crecimiento del producto ya ha sido un poco más vigoroso en el segundo trimestre de 2009. No obstante, se prevé que el prolongado período de importantes pérdidas de empleos frenará la actividad en Europa hasta bien entrado el año 2010.

En las economías emergentes, se proyecta un crecimiento del PIB real del 5% en 2010, frente al 1¾% registrado en 2009. El repunte está impulsado por China, India y otras economías emergentes de Asia. También se prevé que las economías de África y Oriente Medio registren sólidas tasas

de crecimiento en torno al 4%, impulsadas por la recuperación de los precios de las materias primas, mientras que América Latina se beneficiará de un aumento de estos precios y del repunte del comercio mundial. En las economías emergentes de Europa y la CEI, la recuperación puede verse frenada por las condiciones financieras externas más restrictivas que están reduciendo los cuantiosos déficits en cuenta corriente (véase el capítulo 2).

El ritmo gradual de la recuperación apunta a un prolongado período de inflación en niveles bajos y de vulnerabilidad a una ligera deflación (véase el gráfico 1.10). Aunque los riesgos de una deflación sostenida han disminuido en el último trimestre, se prevé que las presiones deflacionarias —calculadas utilizando un indicador general que comprende varios indicadores de precios, estimaciones de la utilización de la capacidad productiva y los precios de los activos de la mayoría de las economías del G-20— se mantengan relativamente altas durante el próximo año<sup>8</sup>. En el caso de Estados Unidos y la zona del euro, por ejemplo, las estimaciones del personal técnico del FMI parecen indicar que el crecimiento del producto potencial ha descendido, se mantiene actualmente en un nivel próximo a cero y repuntará lentamente a alrededor del 2% y 1¼%, respectivamente, a mediano plazo (gráfico 1.11)<sup>9</sup>. No obstante, se están abriendo grandes brechas del producto, que representan entre el 3% y el 5% del PIB potencial. Por lo tanto, se proyecta que la inflación en las economías avanzadas se situará en tasas cercanas a cero en 2009 y se acelerará muy ligeramente a alrededor del 1% en 2010, en parte

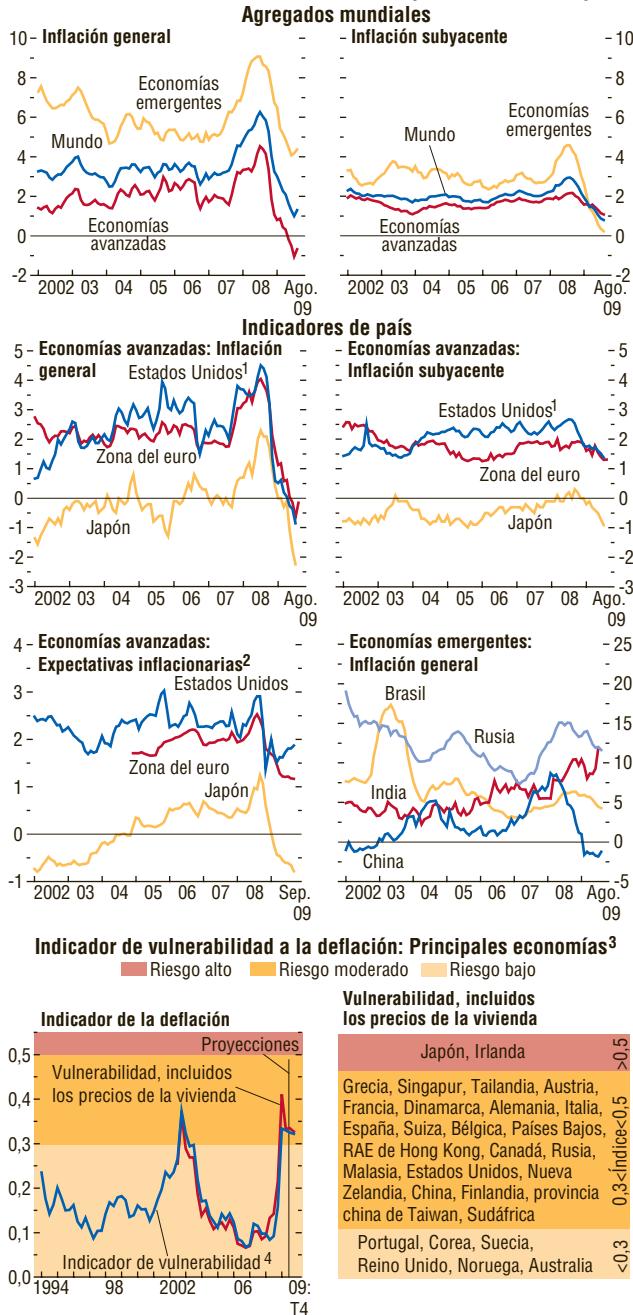
<sup>8</sup>Véase un análisis más detallado de este indicador en Decressin y Laxton (2009). El gráfico 1.10 también muestra un indicador ampliado de la deflación, que incluye los precios de la vivienda.

<sup>9</sup>Las estimaciones (mediante un filtro multivariante) se obtienen examinando las distintas variables macroeconómicas y las relaciones entre ellas. Si una caída del producto se traduce en una caída de la inflación subyacente, la desaceleración es cíclica; en la medida en que esto no ocurra, la desaceleración es estructural, lo que obedecería a un menor crecimiento potencial. Sin embargo, solo se dispone de datos trimestrales sobre el producto. Puede entenderse mejor la evolución a corto plazo examinando detenidamente la utilización de la capacidad, el desempleo y sus relaciones con el producto. Véase Bernes *et alia* (2009).

### Gráfico 1.10. Inflación mundial

(Variación interanual del índice de precios al consumidor, salvo indicación en contrario)

La recesión mundial ha causado una importante caída de la inflación y ha agudizado la preocupación de que se registre una ligera deflación. No obstante, las presiones inflacionarias se han moderado en forma limitada en algunas economías emergentes.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Deflactor del gasto de consumo personal.

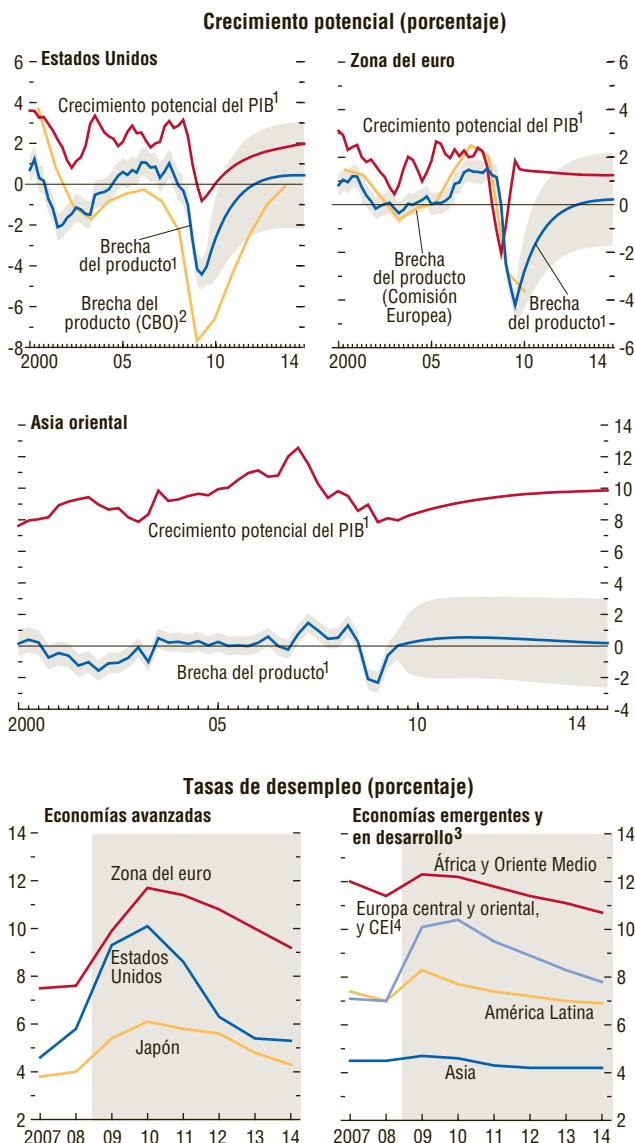
<sup>2</sup>Pronósticos consensuados a un año. Los valores de diciembre corresponden al promedio de los valores registrados entre noviembre y enero.

<sup>3</sup>Véase más información sobre la elaboración de este indicador en Decressin y Laxton (2009). El gráfico también incluye un indicador ampliado, que comprende los precios de la vivienda. Vulnerabilidad al tercer trimestre de 2009. En el caso de los componentes relativos a las acciones y otras participaciones de capital, el tipo de cambio real y los precios nominales de la vivienda, se utilizaron los valores correspondientes a agosto de 2009.

<sup>4</sup>Principales economías avanzadas y emergentes.

### Gráfico 1.11. Crecimiento potencial y tasas de desempleo

El crecimiento potencial se ha visto golpeado por la crisis, en particular en las economías avanzadas y emergentes que sufren crisis de balanza de pagos. El desempleo se situará durante algún tiempo por encima de los niveles registrados antes de la crisis en las economías avanzadas, pero no en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo.



Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Derivado utilizando un enfoque de filtro multivariante. Véase más información en Bernes *et al.* (2009).

<sup>2</sup>CBO: Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos.

<sup>3</sup>Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo.

<sup>4</sup>CEI: Comunidad de Estados Independientes.

debido al repunte de los precios de las materias primas. Los precios de muchos productos manufacturados probablemente seguirán disminuyendo durante algún tiempo. Afortunadamente, las expectativas de inflación se han mantenido en general bien ancladas, brindando protección ante las fuertes caídas sostenidas de los precios. En las economías emergentes, se proyecta que la inflación se mantendrá en torno al 5% en 2009–10, frente a más del 9% en 2008. Según las proyecciones, la inflación solamente bajará de manera apreciable, hasta niveles inferiores al 5%, en China, en algunos países de la ASEAN-5<sup>10</sup> y en la mayoría de las economías emergentes de Europa. Los bajos niveles de crecimiento potencial y de inflación desacelerarán el proceso de desapalancamiento, intensificando las fuerzas de la contracción.

### Más allá de 2010: ¿Cómo se reequilibrará la economía mundial?

La condición fundamental para lograr un crecimiento sólido y sostenido a mediano plazo será corregir las perturbaciones de la oferta causadas por la crisis y reequilibrar el patrón mundial de la demanda. Del lado de la oferta, será necesario reestructurar las empresas financieras y recomponer los mercados para generar un nivel de crédito suficiente que permita incrementos sostenidos de la inversión y la productividad, y deberá redistribuirse la mano de obra entre los diferentes sectores. Del lado de la demanda, el reequilibrio dependerá de que se pase de la demanda pública a la demanda privada y del crecimiento impulsado por fuentes de origen interno al impulsado por fuentes de origen externo en muchas de las economías que sufrieron desplomes de precios de los activos. Por lo tanto, las economías que anteriormente se basaban en el crecimiento impulsado por las exportaciones deberán basarse ahora en el crecimiento impulsado por fuentes de origen interno.

#### Reducción del producto potencial

Los datos históricos presentados en el capítulo 4 indican que el producto suele verse afectado de

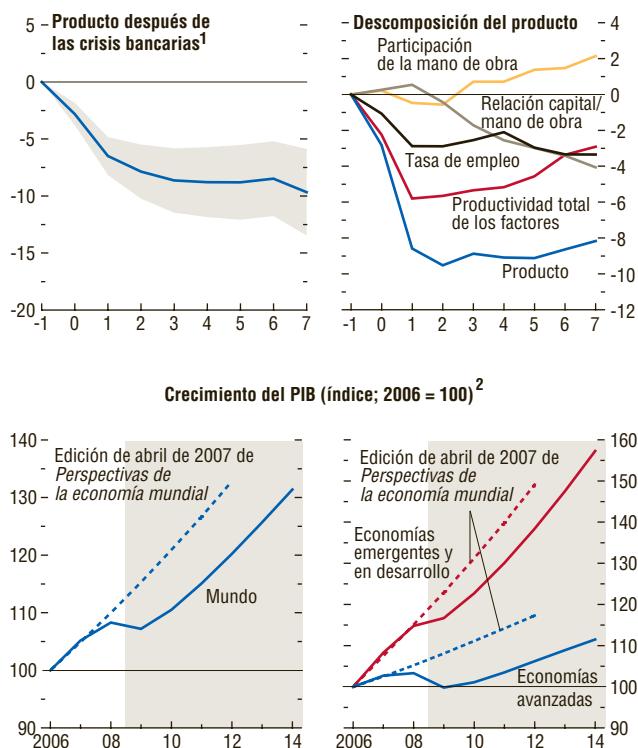
<sup>10</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.

manera grave y permanente por las crisis financieras, aunque los resultados varían mucho y en algunos casos se han evitado fuertes pérdidas. En el pasado, las pérdidas del producto registradas después de una crisis se manifestaron en una caída del capital, mayor desempleo y menor productividad total de los factores. Por lo general, la acumulación de capital cayó drásticamente debido a la interacción entre el encarecimiento de los costos de financiamiento, el desplome de la demanda, la disminución del valor de los activos en garantía y el aumento de la capacidad excedentaria. La dinámica de estas interacciones tiende a ser duradera, haciendo subir las tasas de desempleo a niveles altos. Con el tiempo, el desempleo pasa de ser cíclico a ser estructural, a medida de los trabajadores desempleados pierden sus conocimientos técnicos o poco a poco son desplazados de la fuerza laboral mediante generosos planes de jubilación anticipada u otras prestaciones a largo plazo. Estas medidas contribuyeron en gran medida a aumentar el desempleo estructural en Europa tras las grandes recesiones de los años sesenta y ochenta<sup>11</sup>. La productividad total de los factores se ve afectada por varias razones, como por ejemplo, la retención preventiva de personal a corto plazo, la obsolescencia del capital humano y físico, y la reducción del gasto en investigación y desarrollo.

Las proyecciones actuales del producto a mediano plazo son efectivamente muy inferiores a las presentadas antes de la crisis (gráfico 1.12), lo cual es coherente con una pérdida permanente del producto potencial. La inversión ya se ha reducido notablemente, sobre todo en las economías golpeadas por crisis financieras e inmobiliarias. Esto, sumado las crecientes tasas de descarte, a medida que las empresas quiebran o se reestructuran, está reduciendo la masa de capital efectivo. Además, se prevé que las tasas de desempleo seguirán siendo altas a mediano plazo en varias economías avanzadas. En la zona del euro, por ejemplo, se proyecta que las tasas alcanzarán casi el 12% en 2010 y se irán reduciendo poco a poco hasta el 9½% en 2014. En cambio, en Estados Unidos, que cuenta con un mercado laboral más

### Gráfico 1.12. Crecimiento del PIB

Los datos históricos parecen indicar que la caída del producto después de una crisis se debe aproximadamente en la misma medida a la reducción del empleo, el deterioro de los saldos efectivos de capital y el descenso de la productividad. Las proyecciones incluidas en esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* se han revisado considerablemente a la baja en relación con los niveles registrados antes de la crisis, en consonancia con los datos históricos. Dado el retroceso de la inversión y el consumo, se prevé una mejora de las cuentas corrientes de las economías avanzadas.



Fuente: Proyecciones de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

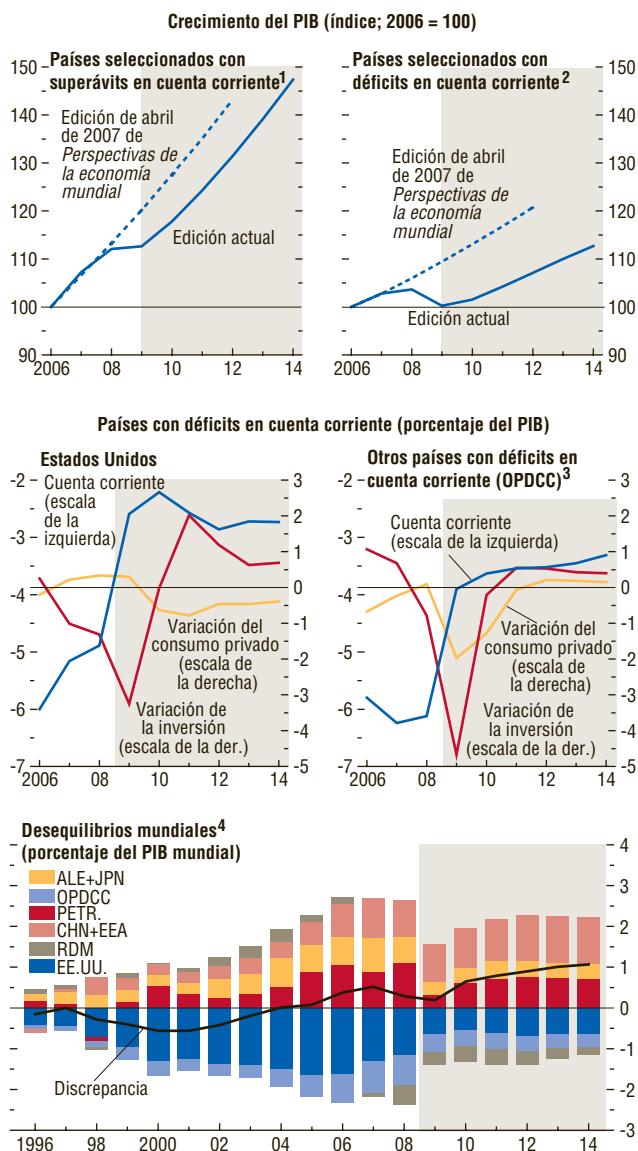
<sup>1</sup>Porcentaje de la tendencia registrada antes de la crisis; diferencia de la media con respecto al año  $t - 1$ ; primer año de la crisis en  $t = 0$ . El gráfico muestra la trayectoria de la media estimada (línea) y el intervalo de confianza del 90% para la media estimada (zona sombreada).

<sup>2</sup>Tasas de crecimiento del PIB proyectadas en la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial* (línea punteada) frente a las tasas de crecimiento actuales (línea continua).

<sup>11</sup>Véase, por ejemplo, Bruno y Sachs (1985).

### Gráfico 1.13. Desequilibrios mundiales

Según las proyecciones, el producto de los países que registran déficits en cuenta corriente se reducirá considerablemente en relación con los niveles registrados antes de la crisis, debido en gran medida al retroceso de la inversión. No obstante, se prevé también una caída del consumo, lo que contribuirá a mejorar las cuentas corrientes de estos países.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Alemania, China, Corea, Filipinas, Indonesia, Japón, Malasia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia y los países exportadores de petróleo, incluidos Arabia Saudita, Nigeria, Noruega, la República Islámica del Irán, Rusia y Venezuela.

<sup>2</sup>Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumanía y Turquía.

<sup>3</sup>Países incluidos en la nota 2, excluido Estados Unidos.

<sup>4</sup>EE.UU.: Estados Unidos; ALE + JPN: Alemania y Japón; CHN + EEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Tailandia; PETR.: países exportadores de petróleo; RDM: Resto del mundo.

flexible, se proyecta que el desempleo se reducirá de un nivel máximo de alrededor del 10% en 2010 al 5% en 2014.

### Reequilibrio del lado de la demanda

Como complemento de la corrección del lado de la oferta de las economías, también se requerirán ajustes del patrón de la demanda mundial para asegurar una recuperación vigorosa. Concretamente, muchas economías que han aplicado estrategias de crecimiento impulsadas por las exportaciones y han acumulado superávits en cuenta corriente deberán basarse en mayor medida en la demanda interna, sobre todo las economías emergentes de Asia y de otras regiones, y Alemania y Japón. Esto ayudará a contrarrestar el escaso dinamismo de la demanda interna en las economías que suelen incurrir en déficits en cuenta corriente y se han visto afectadas por desplomes de los precios de los activos (bursátiles o inmobiliarios), como Estados Unidos, el Reino Unido, algunos países de la zona del euro y muchas economías emergentes de Europa. En estas economías, el consumo privado y la inversión probablemente no absorberán el margen de capacidad no utilizada que persistirá en la economía cuando disminuya el estímulo fiscal, dado que los ingresos de los hogares y las ganancias de las empresas se mantendrán en niveles bajos y la reestructuración de los balances se prolongará durante algún tiempo, lo que implicará mayores tasas de ahorro. Por lo tanto, el crecimiento de las importaciones de estas economías será lento y sus déficits en cuenta corriente se reducirán. Además, habrá cambios sectoriales de recursos del lado de la oferta para adaptarse a los cambios de la demanda.

Este proceso de reequilibrio de la demanda mundial será prolongado. Para ilustrar este desafío, tomemos el caso del consumo en China —la economía con el mayor superávit en cuenta corriente—, que representa solamente una cuarta parte del consumo total en Estados Unidos y las economías europeas que registran cuantiosos déficits en cuenta corriente. Además, el margen de algunas economías avanzadas como Alemania y Japón para contribuir al reequilibrio de la demanda mundial es limitado, dado que deben aumentar

tar el ahorro para poder afrontar el problema del envejecimiento de su población. Por lo tanto, para mantener un sólido crecimiento a mediano plazo el reequilibrio debe involucrar a una amplia gama de economías emergentes. También será necesario un giro fundamental en los patrones de consumo, respaldados por un entorno económico que desaliente el ahorro precautorio e impulse la inversión, en varios países, como las economías emergentes que tradicionalmente han exportado grandes montos de capital. Nos encontramos ante un desafío de política económica a largo plazo que implicará, entre otras medidas complejas, reducir el nivel de ahorro de las empresas, ampliar y mejorar la intermediación financiera, eliminar las distorsiones que fomentan la producción de bienes transables y reforzar las redes de protección social. No cabe esperar avances rápidos a corto plazo.

Por lo tanto, estas proyecciones muestran un panorama sombrío para el reequilibrio del lado de la demanda<sup>12</sup>. En 2009, los desequilibrios de la cuenta corriente mundial se reducen drásticamente (gráfico 1.13). Los déficits en cuenta corriente bajan en Estados Unidos y varias economías avanzadas (España, Grecia, Irlanda, Portugal y el Reino Unido) y en las economías emergentes de Europa. Conjuntamente, estas economías representaban una parte sustancial de los déficits de la cuenta corriente mundial antes de la crisis. Por otra parte, los superávits disminuyen en los países exportadores de petróleo, ya que el valor de los ingresos del petróleo cae drásticamente, y en Alemania y Japón. De cara al futuro, no obstante, los desequilibrios vuelven a ampliarse. Se prevé que la recuperación de los precios del petróleo impulsará el ahorro y los superávits de los países exportadores de petróleo, reduciendo al mismo tiempo los superávits de los países importadores. También se

<sup>12</sup>Como la mayor parte de los pronósticos que utilizan fuentes de datos oficiales y privados, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* se basan en el supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen invariables. No debe sorprender entonces que en las proyecciones de dicha publicación se subestime en general el monto del reequilibrio que efectivamente se alcanza entre los países deficitarios y los superavitarios.

prevé que el giro del ciclo manufacturero mundial elevará los superávits de Alemania y en menor medida los de Japón (debido a la reciente apreciación del yen). Según las proyecciones, no obstante, estas dos economías y los países exportadores contribuirán a los desequilibrios mundiales a mediano plazo menos de lo que contribuyeron en estos últimos años. Por otra parte, se prevé que el ajuste de la cuenta corriente de las economías emergentes de Asia, especialmente China, será poco significativo a mediano plazo. Por lo tanto, los desequilibrios mundiales vuelven a ampliarse a mediano plazo; además, según las proyecciones, la discrepancia de la cuenta corriente mundial —la suma de las cuentas corrientes de todas las economías— se ampliará ligeramente en comparación con los últimos años (recuadro 1.5). Sin embargo, la ampliación de los desequilibrios es limitada y por esta y otras razones sus efectos en los pronósticos de crecimiento probablemente son limitados.

## Riesgos para una recuperación sostenida

Los riesgos a la baja para el crecimiento están disminuyendo gradualmente pero siguen siendo preocupantes. El principal riesgo a corto plazo es que la recuperación se estanke y se afiance las fuerzas deflacionarias. Esto podría obedecer a varios factores negativos. El abandono prematuro de las políticas monetarias y fiscales acomodaticias, posiblemente impulsado por la creciente preocupación por la intervención del gobierno y las medidas no convencionales adoptadas por los bancos centrales, parece ser un riesgo considerable porque el repunte inducido por estas políticas podría confundirse con el comienzo de una vigorosa recuperación. Además, podría haber resistencia a extender el apoyo durante un período suficientemente largo para permitir una recuperación sostenida de la demanda privada. Los avances en la reestructuración de los balances podrían verse afectados por el aumento del desempleo, incrementos mayores de lo previsto de la morosidad de los préstamos inmobiliarios residenciales y comerciales, y un mayor número de quiebras corporativas. Dado que el nivel de capitalización de los bancos es bajo, las condiciones financieras

### Recuadro 1.5. De déficit a superávit: Cambios recientes en las cuentas corrientes mundiales

La discrepancia de la cuenta corriente mundial es una conocida anomalía de las estadísticas económicas (FMI, 1987; anexo 3 de la edición de octubre de 1996 de *Perspectivas de la economía mundial*, y recuadro 2.1 de la edición de septiembre de 2002 de dicha publicación). En teoría, las exportaciones mundiales —la suma de las exportaciones de todas las economías— deberían ser iguales a las importaciones mundiales, pero en la práctica no lo son<sup>1</sup>. De hecho, en ocasiones la discrepancia ha sido considerable, llegando a representar hasta el  $\frac{1}{2}\%$  del PIB mundial en valores absolutos (gráfico, panel superior). Desde hace tiempo los orígenes y el comportamiento de esta discrepancia han sido temas de interés para los responsables de las políticas económicas y los académicos que analizan la evolución y las perspectivas de la cuenta corriente. La cuestión ha cobrado más importancia en vista de la necesidad de reequilibrar la demanda mundial tras la crisis actual. Específicamente, surgen dos grupos de interrogantes interrelacionados.

¿Qué factores explican el cambio de signo de la discrepancia mundial en los últimos años para registrar un “superávit” tras muchas décadas de “déficit”?

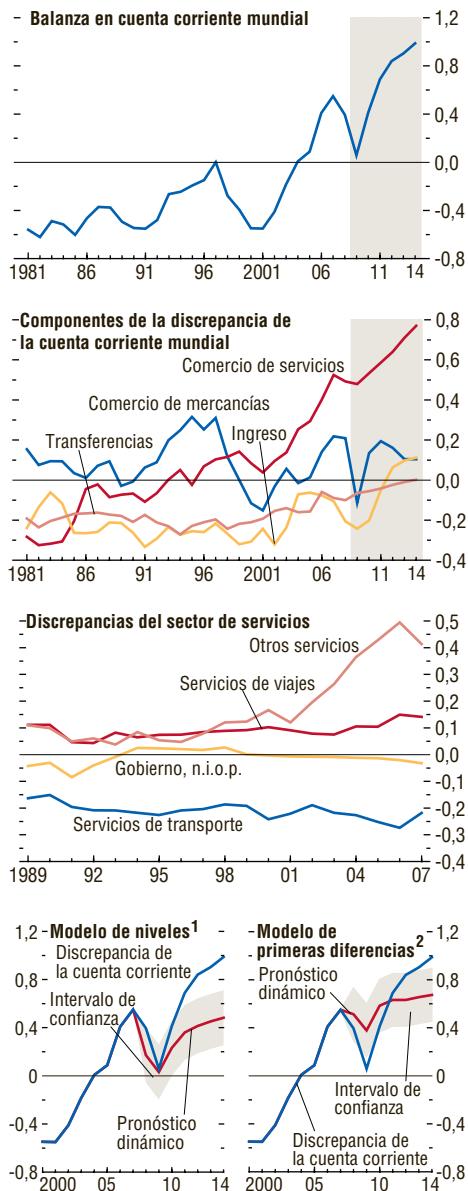
¿Cuáles son las perspectivas para la discrepancia mundial? El aumento continuado de la discrepancia que implican las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, ¿es congruente con las tendencias anteriores?<sup>2</sup>

Los autores principales de este recuadro son Thomas Helbling y Marco E. Terrones

<sup>1</sup>Las transacciones contenidas en la cuenta corriente externa de una economía se conocen como transacciones del comercio internacional. Se denominan “transacciones corrientes” en las estadísticas de la balanza de pagos (por oposición a las transacciones de las cuentas de capital y financiera). Específicamente, las transacciones corrientes incluyen las siguientes grandes categorías: exportaciones e importaciones de bienes y servicios, renta percibida por activos comprados a no residentes, pagos derivados de pasivos a no residentes (incluida la renta del capital humano) e ingresos y pagos de transferencias corrientes.

<sup>2</sup> Los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* respecto de cada país se basan en supuestos comunes y consideran variables tales como el crecimiento económico de los socios comerciales, pero no incorporan explícitamente restricciones de sumatoria (“adding up”) respecto de las transacciones internacionales a nivel mundial. Por ello, desde hace tiempo se usa la discrepancia implícita en la agregación de las previsiones del comercio de los países como indicador de su consistencia mundial.

#### Discrepancias de la cuenta corriente mundial (porcentaje del PIB mundial)



Fuentes: Proyecciones de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>El modelo incluye un término autorregresivo de primer orden y una tendencia.

<sup>2</sup>El modelo incluye un término autorregresivo de primer orden.

Según el análisis presentado en este recuadro, los movimientos de la discrepancia, como el reciente cambio de una situación de déficit a una de superávit, reflejan variaciones en la situación económica mundial y un aumento tendencial en los sesgos de medición hacia las exportaciones, lo que resulta principalmente pertinente en el caso de los servicios. La desaceleración del crecimiento mundial durante 2008–09 ya determinó cierto estrechamiento de la discrepancia de la cuenta corriente mundial en 2008, y parece probable que el estrechamiento continúe también en 2009. Contra esta disminución cíclica opera una creciente tendencia hacia un superávit mundial de servicios. No obstante, los resultados de modelos económicos simples de la discrepancia mundial indican que los importantes y continuados aumentos que las previsiones de *Perspectivas de la economía mundial* suponen para 2013–14 podrían ser mayores de lo que marcan las tendencias históricas.

#### *¿Qué factores incidieron en el reciente cambio de signo de la discrepancia mundial?*

Como muestra el gráfico, en general la discrepancia ha aumentado desde 2001, se volvió positiva en 2005 y alcanzó su máximo en 2007. Según datos preliminares, se contrajo de  $\frac{1}{2}\%$  del PIB mundial en 2007 a alrededor de  $\frac{1}{3}\%$  en 2008. De los datos trimestrales correspondientes a un subconjunto de economías se desprende que la discrepancia se redujo fuertemente en el segundo semestre de 2008, cuando el comercio mundial se desplomó, pero que la mayor parte de esa caída se revirtió en el primer trimestre de 2009<sup>3</sup>.

Un desglose del comercio mundial en grandes categorías, como se muestra en el segundo y el tercero panel del gráfico, indica que el cambio de un déficit a un superávit de la cuenta corriente mundial refleja ante todo crecientes discrepancias positivas (“superávits”) en el comercio de bienes y de los denominados “otros servicios”<sup>4</sup>.

<sup>3</sup>El subconjunto de economías representa alrededor del 93% del PIB mundial.

<sup>4</sup>Tal como se analiza en FMI (1987) y en el anexo 3 de la edición de octubre de 1996 de *Perspectivas de la economía mundial*, la discrepancia negativa (“déficit”) en los años

El superávit creciente en el comercio mundial de bienes durante 2001–07 probablemente refleja los rezagos vinculados al transporte en el registro de las importaciones comparadas con las exportaciones en un momento de rápida expansión del comercio mundial<sup>5</sup>. Dado que algunas exportaciones se registran un período antes en la economía de origen que las importaciones correspondientes en la economía de destino, un repunte del crecimiento del comercio mundial puede dar lugar a un aumento del superávit. A raíz de la fragmentación de los procesos de producción, en los últimos años el comercio se ha expandido a un ritmo mucho más veloz que el valor agregado (o PIB). La disminución de la discrepancia observada en 2008 podría entonces explicarse por la fuerte baja del comercio mundial, registrada en las exportaciones antes que en las importaciones.

La composición de la discrepancia en el comercio de servicios ha variado en los últimos años<sup>6</sup>.

---

ochenta y noventa se debió en gran medida a déficits en los servicios de transporte y en los ingresos por inversiones. Esos déficits fueron atribuidos al subregistro de créditos o la omisión de declararlos por parte de las naciones marítimas (servicios de transporte) y el subregistro por parte de los beneficiarios de crédito para inversión (evaluación impositiva, etc.).

<sup>5</sup>También pueden haber incidido otros factores. Por ejemplo, a menudo se afirma que hay un mayor incentivo para subdeclarar importaciones porque su carga impositiva es mayor que la aplicable a las exportaciones. Por lo tanto, cuando el comercio mundial repunta, el aumento registrado de las importaciones podría tener un sesgo sistemático a la baja. No obstante, dado que cada vez más el comercio de componentes de manufacturas está libre de impuestos, este factor bien puede haber cumplido un papel menos prominente en los últimos años en comparación con dos décadas atrás.

<sup>6</sup>El comercio internacional de servicios reflejado en las mediciones ha aumentado rápidamente en los últimos años. Aunque esta expansión refleja indudablemente rápidos incrementos de las transacciones subyacentes, dada la creciente comerciabilidad de los servicios, también refleja un avance importante en la medición de este tipo de intercambio. Un número cada vez mayor de economías han comenzado a registrar y declarar el comercio de servicios en los últimos 50 años (Lipsey, 2009). Además, el número de economías que declaran diferentes tipos de comercio de servicios también ha aumentado significativamente en los últimos 30 años. Por ejemplo, el número de economías que declaran

### Recuadro 1.5 (*continuación*)

En las décadas de 1980 y 1990, un déficit mundial en los servicios de transporte fue la causa principal de la discrepancia negativa en este sector. Desde 2001, en cambio, un superávit creciente en el comercio de otros servicios ha compensado con creces la discrepancia aún negativa en los servicios de transporte, lo que implica una discrepancia positiva en el comercio de servicios en general.

El aumento de la discrepancia en el rubro “otros servicios” probablemente refleja problemas de medición derivados del rápido aumento del comercio internacional de servicios no tradicionales, como la localización en el extranjero (*offshoring*) de servicios empresariales, financieros y de comunicación. Uno de esos problemas proviene de que los exportadores son más fáciles de identificar que los importadores porque en parte se especializan en la prestación de esos servicios (mientras que la necesidad de importarlos suele ser más esporádica) y suelen tener un mayor volumen global de transacciones que los importadores. Por ejemplo, los estudios de abogados que se dedican a la resolución de problemas jurídicos internacionales generalmente son firmas especializadas de larga trayectoria, mientras que muchos clientes no necesitan recurrir a esos servicios en forma habitual. Los exportadores tienen entonces más probabilidades de ser identificados y de superar el umbral de participación en las encuestas sobre las que se apoya la medición de una gran parte del comercio internacional de servicios<sup>7</sup>. Como resultado, es probable que se registren más las exportaciones que las importaciones, lo que puede introducir un sesgo hacia una discrepancia positiva. Asimismo, esta discrepancia ha aumentado en relación con el PIB mundial porque esos servicios han crecido mucho en importancia.

---

exportaciones e importaciones de servicios financieros aumentó de 10 a más de 100 entre 1985 y 2005.

<sup>7</sup>A diferencia de lo que ocurre en el intercambio de mercancías, no hay registros aduaneros disponibles en el caso de muchos tipos de comercio internacional de servicios. En aquellos ámbitos en los que se registra el comercio de servicios desde hace mucho tiempo —transporte y viajes— se dispone al menos de registros de aduana conexos.

Otras razones que explican las discrepancias positivas en el comercio de “otros servicios” son los sesgos de incentivos vinculados a las políticas públicas: en muchos casos a las autoridades les interesa fundamentalmente la exportación de servicios (como medio de estimular el crecimiento) y por lo tanto la labor de medición se concentra en las exportaciones en lugar de las importaciones. También hay una falta de sistemas adecuados de recopilación de datos sobre el comercio de servicios en las economías emergentes y en desarrollo, que son típicamente importadoras netas de servicios.

Es aún difícil pronosticar la probable evolución de la discrepancia en el comercio mundial de otros servicios. Es probable que continúe el rápido crecimiento tendencial de ese comercio, pero los organismos de estadística han emprendido un proceso de mejoramiento de las mediciones correspondientes. Determinar en qué medida esto afectará la magnitud y el sentido de la discrepancia resulta sumamente incierto en este momento.

#### *¿Cuáles son las perspectivas de la discrepancia mundial?*

De acuerdo con las actuales previsiones expuestas en *Perspectivas de la economía mundial*, después de una nueva disminución en 2009 la discrepancia mundial volverá a aumentar en relación con el PIB mundial durante 2010–14 y crecerá muy por encima del nivel máximo que alcanzó en 2007. Ese patrón parece cualitativamente plausible, dadas las tendencias recientes ya analizadas, pero también sería conveniente evaluar cuantitativamente su congruencia con tendencias anteriores, es decir, determinar si las fluctuaciones de la discrepancia que implican esas previsiones se sitúan dentro de los márgenes históricos de error.

Márquez y Workman (2001) analizan este interrogante con un modelo econométrico de la discrepancia de la cuenta corriente mundial, que usan para comprobar si la discrepancia implícita se ubica dentro del intervalo de confianza del 95% del pronóstico del modelo. Este método se basa en la observación de que durante 1972–98 la discrepancia fluctuó sistemáticamente según la evolución de la situación económica mundial y los valores anteriores de la discrepancia en sí mis-

### Propiedades estadísticas de la balanza en cuenta corriente mundial

(1981–2007; porcentaje del PIB mundial)

	Niveles			Primeras diferencias		
	Media	Desviación estándar	Persistencia	Media	Desviación estándar	Persistencia
Comercio de mercancías	0,085** [0,036]	0,118	0,764*** [0,099]	0,003 [0,018]	0,083	0,236* [0,134]
Comercio de servicios	0,014 [0,069]	0,208	1,057*** [0,085]	0,029** [0,013]	0,062	0,289* [0,167]
Renta	-0,219*** [0,024]	0,085	0,641*** [0,113]	-0,001 [0,010]	0,071	-0,038 [0,168]
Transferencias	-0,186*** [0,013]	0,045	0,786*** [0,084]	0,003 [0,005]	0,033	-0,103 [0,130]
Cuenta corriente	-0,305*** [0,093]	0,300	1,080*** [0,124]	0,035 [0,034]	0,139	0,375*** [0,114]

Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*; cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar robustos se muestran entre corchetes. Uno, dos y tres asteriscos denotan significación estadística en el nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

ma. A partir de este estudio, el personal técnico del FMI volvió a examinar esas características de la discrepancia, tomando en cuenta datos más recientes y, sobre esa base, estimó un modelo econométrico parcialmente modificado.

Un análisis estadístico simple de la discrepancia global de la cuenta corriente mundial y de sus principales componentes indica lo siguiente (primer cuadro)<sup>8</sup>:

Los valores medios de la discrepancia mundial y de sus principales componentes son significativamente distintos de cero. Esto implica que, a pesar del reciente cambio de un déficit a un superávit, en promedio la discrepancia no ha sido igual a cero.

Otra característica crucial de la discrepancia mundial y de sus principales componentes es que son procesos de series de tiempo altamente persistentes. En otras palabras, los niveles anteriores de las discrepancias influyen en sus niveles actuales, ya que los coeficientes autorregresivos de primer orden son en general significativamente distintos de cero. Los valores positivos, relativamente altos, de estos coeficientes implican que en cualquier

momento las discrepancias son bastante similares a los niveles del período anterior.

En el caso del comercio de servicios y del saldo global de la cuenta corriente, los coeficientes autorregresivos tienen un valor levemente mayor que 1, lo que indica que esas discrepancias han crecido en el tiempo.

El análisis econométrico simple también confirma la observación fundamental de Marquez y Worman (2001) en cuanto a que las discrepancias mundiales generalmente fluctúan en consonancia con la situación económica mundial, pero muestra además que las discrepancias pueden crecer en el curso del tiempo (segundo cuadro). Se ajustan dos modelos a los datos sobre la discrepancia mundial respecto de la cuenta corriente y de sus componentes: un modelo presenta una tendencia temporal así como el crecimiento del producto mundial, los precios del petróleo y la tasa interbancaria de Londres ofrecida para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. En el otro modelo no se incluye la tendencia temporal y se trabaja con las primeras diferencias de las variables de discrepancia en lugar de los niveles. Las observaciones indican, primero, que las discrepancias tienden a ser procíclicas, es decir, que aumentan cuando el crecimiento mundial se intensifica y caen cuando se desacelera; y, segundo, que las discrepancias tienden a ser mayores a través del tiempo.

<sup>8</sup>El análisis abarca el período de 1981 a 2007. Los datos fiables comienzan a partir de principios de la década de 1980, y 2007 es el último año de datos reales obtenidos de *Balance of Payments Statistics Yearbook* del FMI.

**Recuadro 1.5 (conclusión)****Balanza en cuenta corriente mundial y principales variables macroeconómicas<sup>1</sup>**

(1981–2007; porcentaje del PIB mundial)

	Niveles <sup>2</sup>			Primeras diferencias		
	Crecimiento del producto	Precios del petróleo	Tasa de interés	Crecimiento del producto	Precios del petróleo	Tasa de interés
Comercio de mercancías	0,023*** [0,006]	0,000 [0,000]	0,003 [0,008]	0,020 [0,015]	0,000 [0,000]	0,000 [0,007]
Comercio de servicios	0,022* [0,012]	0,000 [0,000]	-0,009 [0,011]	0,016* [0,010]	0,000 [0,000]	-0,009 [0,006]
Renta	0,030** [0,015]	0,000 [0,001]	0,012* [0,007]	0,016 [0,013]	0,000 [0,000]	-0,010 [0,009]
Transferencias	0,008 [0,007]	0,000 [0,000]	0,002 [0,004]	0,013*** [0,005]	0,000 [0,000]	-0,001 [0,004]
Cuenta corriente	0,057** [0,024]	-0,001 [0,001]	0,000 [0,014]	0,052*** [0,019]	0,000 [0,000]	-0,027*** [0,009]

Fuentes: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.<sup>1</sup>Estos son modelos ARMAX. Los rezagos de los componentes autorregresivos y de promedios móviles se seleccionaron según criterios AIC y BIC, tomando en cuenta las consideraciones habituales de parsimonia.<sup>2</sup>Las regresiones incluyen una tendencia.

Por lo tanto, para evaluar las proyecciones relativas a la discrepancia mundial es preciso tener en cuenta las variaciones previstas de la situación económica mundial y su comportamiento tendencial. Al hacerlo con los dos modelos se genera un pronóstico de los niveles de discrepancia de la cuenta corriente mundial para 2008–14<sup>9</sup>. Una comparación de estos pronósticos con las variaciones implícitas en las previsiones del comercio internacional basadas en las actuales proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* muestra que, en general, esas variaciones se sitúan dentro del inter-

<sup>9</sup>Según se desprende de las comparaciones de los criterios de información y de los errores de pronóstico dentro de la muestra, una especificación de primeras diferencias es preferible a una especificación de niveles. Los problemas de estimación que plantean los procesos de series de tiempo altamente persistentes también constituyen un argumento a favor de ese tipo de especificación. Dicho esto, desde el punto de vista teórico la discrepancia de la cuenta corriente mundial debería ser un proceso estacionario cuando su escala se ajusta en función del PIB mundial (como se hace en el análisis presentado aquí). Una comparación de los pronósticos del modelo y los pronósticos implícitos que se presentan a continuación muestra que las consecuencias para ambas especificaciones son las mismas. Los pronósticos respecto de la primera diferencia de la discrepancia mundial fueron posteriormente transformados a niveles para permitir la comparación.

valo de confianza de 95% alrededor de los pronósticos del modelo hasta 2010 y 2012 inclusive, respectivamente (paneles inferiores del gráfico). Los aumentos implícitos de la discrepancia mundial en 2011–14 y en 2013–14, sin embargo, quedan fuera del intervalo de confianza de 95% respecto de los pronósticos del modelo. La desviación de la discrepancia mundial respecto de los extremos superiores de los intervalos de confianza es de 0,1% a 0,2% del PIB mundial. Esta observación indicaría que las proyecciones de crecimiento sobre las que se apoyan las previsiones del comercio para cada economía quizás no sean totalmente congruentes con un equilibrio del comercio mundial, lo que evidencia un excesivo optimismo colectivo acerca del incremento del porcentaje de participación en las exportaciones. En un contexto en que es necesario reequilibrar la demanda mundial, esta observación podría indicar que los aumentos pronosticados del ahorro nacional en relación con la inversión en las economías que registraron déficit de cuenta corriente en los últimos años no tienen como contrapartida disminuciones equiparables en el ahorro nacional de los países supervaritarios al tipo de cambio real constante tomado como supuesto. No obstante, esas inconsistencias y sus posibles implicaciones para las previsiones de crecimiento no serían importantes.

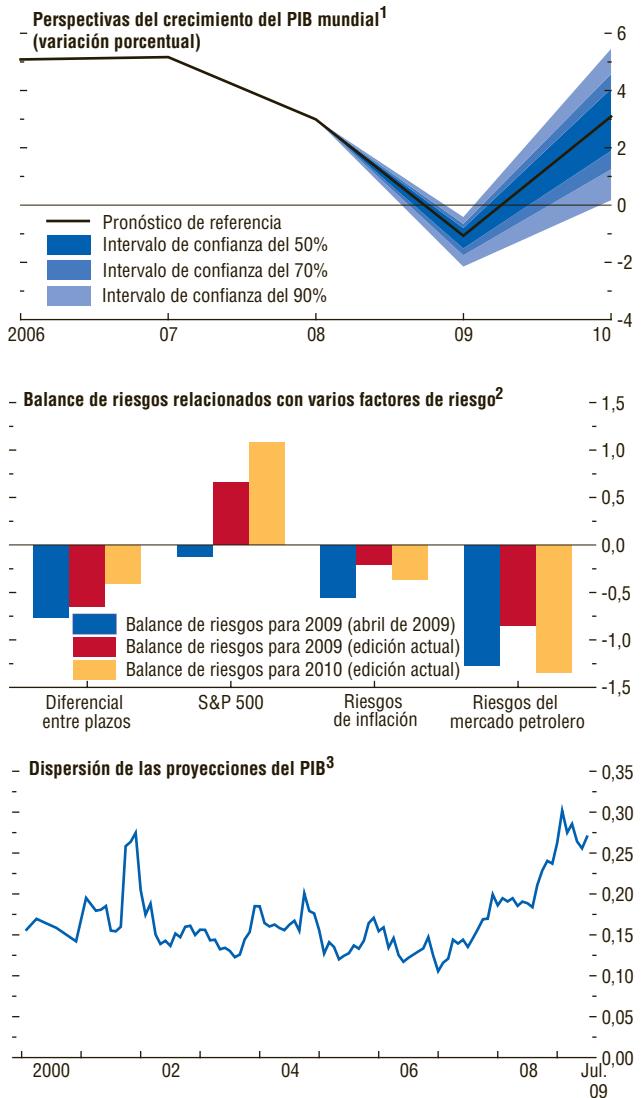
podrían endurecerse aún más. (Véase un análisis de estos y otros riesgos para el sector financiero en la edición de octubre de 2009 de *CFSR*.) A nivel más general, muchos shocks que, de lo contrario, podrían absorberse —por ejemplo, un nuevo brote virulento de gripe porcina o tensiones geopolíticas que eliminan el exceso de capacidad en el sector petrolero— pueden tener un importante impacto desestabilizador, dada la situación vulnerable de la economía mundial y el sistema financiero.

No obstante, hay algunas señales positivas, como demuestra la mejora reciente y más acelerada de lo previsto de las condiciones financieras. Concretamente, algunas medidas de política económica han logrado disipar el temor a un derrumbe de la actividad económica como el de los años treinta y han impulsado un fuerte repunte de la confianza en los mercados financieros, lo que podría generar una escalada del consumo y la inversión en varias economías avanzadas y emergentes, de la misma manera que el aumento de la incertidumbre provocó su colapso a finales de 2008 y principios de 2009. En otras palabras, del mismo modo que se subestimó la crisis de confianza durante la espiral descendente, también podría subestimarse la recuperación de la confianza durante el repunte.

Esta evaluación de los riesgos a corto plazo para la actividad coincide en general con la de los mercados, como muestran los datos seleccionados sobre los precios de las opciones y las expectativas de Consensus Economics (gráfico 1.14). Estos datos pueden utilizarse para elaborar un gráfico de abanico, que confirma que los riesgos han disminuido desde la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*, aunque todavía se inclinan a la baja<sup>13</sup>. La distribución de los pronósticos sobre la evolución de las primas por plazo —por lo general, una prima por plazo elevada prevé una recuperación— apunta al riesgo de una corrección a la baja del crecimiento, aunque en menor medida que últimamente. Los datos sobre las opciones del índice Standard & Poor's 500, en

### Gráfico 1.14. Riesgos para las perspectivas mundiales

Los riesgos que pesan sobre el crecimiento económico se han reducido ligeramente pero aún se inclinan a la baja. Los datos de encuesta de Consensus Economics sobre los diferenciales entre las tasas de interés para operaciones de distintos plazos y las tasas de inflación, y los datos de los mercados de opciones sobre los precios del petróleo y de las acciones parecen indicar que el principal riesgo a la baja está relacionado con los altos precios del petróleo.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Chicago Board Options Exchange; Consensus Economics; y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno a las previsiones centrales de *Perspectivas de la economía mundial* con intervalos de probabilidad del 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza del 70% incluye el intervalo del 50%, y el intervalo de confianza del 90% incluye los intervalos del 50% y el 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>2</sup>El gráfico de barras muestra el coeficiente de sesgo expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan los riesgos a la baja del crecimiento.

<sup>3</sup>Las series miden la dispersión de los pronósticos del PIB real relativos a las economías del G-7, Brasil, China, India y México.

<sup>13</sup>Véase una descripción detallada de la metodología en la que se basa este gráfico en Elekdag y Kannan (2009).

cambio, parecen indicar que es más probable que los precios de las acciones nos sorprendan al alza que a la baja, lo que coincide con los riesgos al alza para el crecimiento.

Los datos de los mercados también apuntan a otros riesgos a corto plazo que amenazan la recuperación. Gran parte del reciente repunte de los precios del petróleo está relacionado con los recortes de la producción realizados por los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo con el objetivo de estabilizar los precios en respuesta a la caída de la demanda (apéndice 1.1). Una preocupación principal en los mercados es que el encarecimiento del petróleo pueda frenar la recuperación económica. De hecho, los precios del petróleo casi se han duplicado desde su nivel mínimo registrado a principios de este año, y los precios de las opciones apuntan a nuevos riesgos al alza. En este contexto, la considerable capacidad excedentaria y los altos niveles de existencias deberían reducir el riesgo de una escalada de precios sostenida, salvo que se produzca un evento geopolítico importante. Por lo tanto, las proyecciones se basan en el supuesto de que los precios no se encarecerán mucho más, lo que coincide con los precios de los mercados a término. Esto no descarta que puedan producirse repuntes temporales de precios, posiblemente empujados por presiones especulativas, aunque los factores financieros no pueden impulsar cambios permanentes de los precios reales.

Otra preocupación en los mercados es el riesgo inflacionario, a saber, que los bancos centrales tengan que endurecer la política monetaria mucho más de lo previsto para aplacar presiones inflacionarias. El riesgo inflacionario proviene de dos fuentes. En primer lugar, es posible que el producto potencial se haya reducido en vez de haberse apreciado, como ocurrió a finales de los años setenta, después de una prolongada desaceleración de la actividad que las autoridades económicas tomaron como cíclica en lugar de estructural. Las presiones inflacionarias subyacentes serían entonces mayores de lo que se desprende de los datos actuales sobre la inflación y podrían intensificarse si la recuperación nos sorprende al alza. En segundo lugar, el nota-

ble aumento del exceso de reservas de los bancos centrales generado por las medidas de política monetaria no convencionales podría alimentar un repunte del crecimiento del crédito cuando la recuperación cobre fuerza. Como se señala a continuación, los bancos centrales deberán, por tanto, observar detenidamente la evolución del mercado y utilizar una amplia gama de instrumentos para endurecer las condiciones monetarias si se intensifican las presiones, aunque esta situación no parece inminente.

Para algunas economías emergentes, en cambio, los riesgos inflacionarios parecen ser más apremiantes. Las presiones inflacionarias no se han moderado tanto como en las economías avanzadas, salvo en algunas economías emergentes de Asia y Europa. Por otra parte, las brechas del producto son menores y el repunte es más vigoroso en varias de estas economías. Además, los incrementos de precios de las materias primas tienden a traducirse más rápidamente en presiones generalizadas sobre los salarios. Del mismo modo, algunas economías ya están viendo aumentos significativos de los precios de los activos en respuesta a las bajas tasas de interés y a las condiciones crediticias menos restrictivas, y estas presiones podrían verse agudizadas por fuertes afluencias de capital atraídas por el dinámico desempeño de estas economías.

Ampliando el horizonte al mediano plazo, existen dos riesgos importantes que amenazan una recuperación sostenida, que afectan principalmente a las economías avanzadas. En el frente financiero, el continuo escepticismo del público en torno a lo que se percibe como el rescate de las propias empresas responsables de la crisis podría erosionar el respaldo de los ciudadanos a favor de una reestructuración financiera, lo que prolongaría la crisis. El resultado sería una recuperación aún más lenta o, posiblemente, una contracción del crédito de larga duración y equivaldría a una “década perdida” para el crecimiento.

En el frente de política macroeconómica, el riesgo más grave es el deterioro de la situación fiscal, en parte como resultado de las medidas para apuntalar el sector financiero. El fuerte aumen-

to de la deuda pública y los pasivos contingentes incurridos para estimular la economía y estabilizar los sistemas financieros ya han generado preocupación en los mercados financieros, como se desprende de la ampliación de los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) de la deuda soberana y de los diferenciales soberanos de algunas economías avanzadas<sup>14</sup>. Si la recuperación se estancara y fuera seguida por un largo período de estancamiento o de crecimiento muy bajo, los déficits y la deuda podrían agrandarse hasta niveles difíciles de mantener. La probabilidad de que esta situación pudiera desestabilizar gravemente los mercados mundiales de bonos es baja. Aparentemente, los problemas aparecerían primero en las economías avanzadas y emergentes vulnerables, particularmente en aquellas con sectores financieros grandes en relación con el tamaño de sus economías o con bases de ingresos bajas y altos niveles de deuda pública (sobre todo a corto plazo). Esto podría desencadenar otra contracción de los flujos de capital, que podría afectar a otras economías avanzadas y emergentes. Podría producirse otra crisis de confianza, un ajuste brusco de las monedas y una caída drástica de la demanda, lo que posiblemente generaría preocupación por la sostenibilidad fiscal, aun en el caso de las principales economías avanzadas. Los inversionistas podrían reaccionar ante dicha preocupación convirtiendo sus instrumentos en bonos públicos o corporativos emitidos en economías con un bajo nivel de deuda pública, como posiblemente algunas economías emergentes, o comprando grandes cantidades de metales preciosos. En ambos casos, la economía atravesaría una profunda turbulencia y un largo período de escaso dinamismo de la actividad.

Conviene prestar atención a otros dos riesgos. Primero, si bien los precios del petróleo presentan algunos riesgos a corto plazo, los riesgos a mediano y largo plazo que estos plantean para el creci-

<sup>14</sup>Por varias razones, como el escaso volumen de negociación en los mercados, los diferenciales de los CDS son indicadores de tensión imperfectos de las finanzas públicas.

miento mundial son mayores. Concretamente, a medida que se absorbe la capacidad excedentaria, los precios podrían aumentar bruscamente hasta niveles muy altos, como ocurrió durante la anterior reactivación. El riesgo se ve intensificado por los recortes de la inversión en ampliaciones de la capacidad efectuados durante la actual desaceleración y la persistente incertidumbre en torno a los regímenes de inversión petrolera en algunos países que han aplazado sus inversiones en nuevos yacimientos. Segundo, aunque la colaboración internacional, que en general se mantiene sólida, ha contenido en gran parte las presiones proteccionistas comerciales y financieras hasta el momento, estas podrían intensificarse a medida que aumenta el desempleo y se agravan los problemas sociales. Algunas economías podrían erigir entonces obstáculos a los flujos comerciales y financieros, llevando a otras a adoptar medidas de represalia. Los mercados financieros podrían reaccionar rápidamente y de forma contundente, previendo futuras pérdidas de beneficios y productividad, lo que provocaría otra espiral a la baja de la actividad. En el momento de cerrar esta edición, no obstante, la probabilidad de un repunte del proteccionismo parecer ser baja.

Desde una perspectiva de política económica, las preguntas clave son las siguientes: ¿Cómo interactuarían algunos de los riesgos examinados y los desafíos que plantea la recuperación del equilibrio? ¿Cómo pueden corregir la situación los gobiernos sin perjudicar significativamente el crecimiento mundial? Estas cuestiones se ilustran en dos escenarios (gráfico 1.15)<sup>15</sup>.

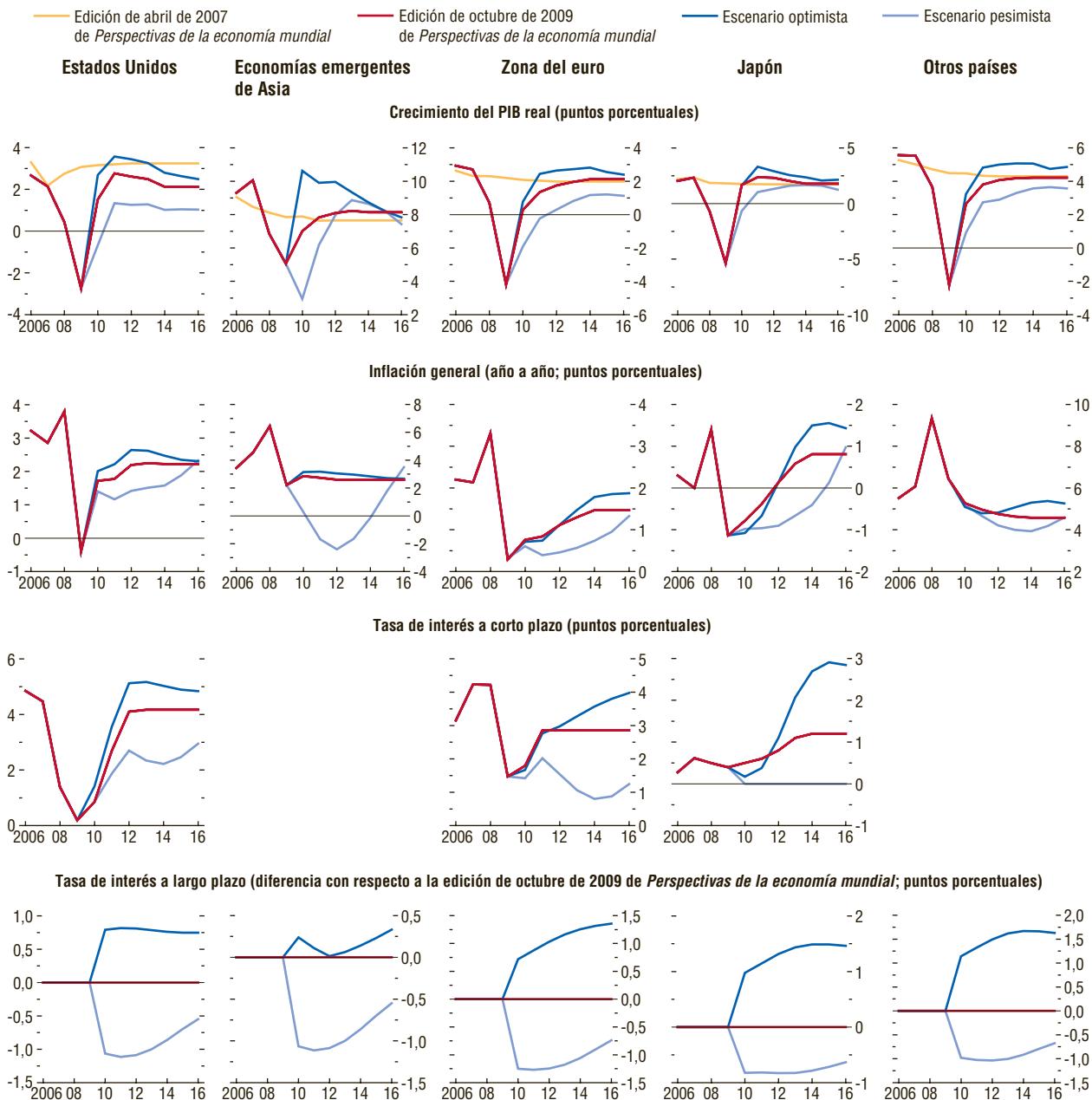
En el escenario optimista, las principales economías avanzan rápidamente para resolver los problemas de sus sectores financieros, con el consiguiente aumento de la productividad. Se supone que las economías emergentes de Asia aplican energicas medidas de política para aumentar el consumo (mediante el fortalecimiento de las redes de protección social y la implementación de reformas financieras), aplicando al mismo tiempo políticas de tipos de cambio flexibles que den margen

<sup>15</sup>Véase un análisis más detallado en Aliche *et alia* (2009).

**Gráfico 1.15. Escenarios mundiales**

(Todas las variables en niveles, salvo indicación en contrario; los años se indican en el eje de abscisas)

Desde una perspectiva de política económica, las preguntas clave son las siguientes: ¿Cómo interactuarían los diversos riesgos y los desafíos que plantea la recuperación del equilibrio? ¿Cómo pueden corregir la situación los gobiernos sin perjudicar significativamente el crecimiento mundial? En el *escenario optimista*, las principales economías avanzan rápidamente para resolver los problemas de sus sectores financieros, y se supone que las economías emergentes de Asia aplican enérgicas medidas de política para aumentar el consumo, aplicando al mismo tiempo políticas de tipos de cambio flexibles que dan margen para una apreciación sostenida de los tipos de cambio reales y nominales. En este escenario, el crecimiento del PIB mundial aumenta alrededor de 1,3 puntos porcentuales a partir de 2010. En el *escenario pesimista*, se parte del supuesto de que el proceso de restablecimiento del sistema financiero en las principales economías avanzadas será más lento de lo previsto en el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* y varios fallos de política económica agravan las pérdidas del producto. En este escenario, el crecimiento del PIB mundial se reduce en alrededor de 2,2 puntos porcentuales a partir de 2010. El objetivo de reequilibrar la cuenta corriente mundial queda aún más lejos, ya que la cuenta corriente de las economías emergentes de Asia presenta un superávit aún mayor, y Estados Unidos y la zona del euro muestran un deterioro de la cuenta corriente.



Fuente: Simulaciones del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial.

para una apreciación sostenida de los tipos de cambio reales y nominales. Los gobiernos también contribuyen a reforzar la demanda a través del gasto en inversión pública centrada en proyectos “verdes” y en infraestructura, en este último caso sobre todo en las economías emergentes de Asia y otras economías en que las necesidades de infraestructura son mayores<sup>16</sup>. Todas estas medidas alientan la reducción del ahorro precautorio, sobre todo en las economías emergentes de Asia, Japón y otras economías importantes, y en menor medida en la zona del euro. La excepción es Estados Unidos, donde el ahorro privado sigue aumentando, debido a la continua necesidad de los consumidores de desapalancarse. En este escenario, el crecimiento del PIB mundial aumenta alrededor de 1,3 puntos porcentuales a partir de 2010, lo que contribuye a mejorar la situación fiscal a nivel mundial. Se avanza en el reequilibrio de la cuenta corriente mundial, dado que mejoran los déficits en cuenta corriente de los deudores netos y se reducen los superávits de los acreedores netos, por magnitudes equivalentes a alrededor del 0,7% del PIB en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia, y ligeramente inferiores en otras regiones.

En el escenario pesimista, se parte del supuesto de que el proceso de restablecimiento del sistema financiero en las principales economías avanzadas será más lento de lo previsto en el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, con la consiguiente pérdida de la productividad. Varios fallos de política económica podrían agravar este deterioro, como por ejemplo, la aplicación de medidas proteccionistas que distorsionan los incentivos y reducen el producto. En este escenario, el avance de las economías emergentes de Asia en el reequilibrio de la demanda hacia recursos internos es muy limitado, y la disminución del ahorro privado es menor de lo previsto en las proyecciones del escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*. En algunas regiones, sobre todo en Japón pero también en Estados Unidos, el lento crecimiento se ve agravado por el hecho de que

la política monetaria permanece restringida por el límite de cero de las tasas de interés nominales, lo que implica mayores presiones sobre las tasas de interés reales, debido a la desinflación de precios. En este escenario, el crecimiento del PIB mundial se reduce en alrededor de 2,2 puntos porcentuales a partir de 2010. El objetivo de reequilibrar la cuenta corriente mundial queda aún más lejos, ya que la cuenta corriente de las economías emergentes de Asia presentan un superávit aun mayor y Estados Unidos y la zona del euro muestran un deterioro de la cuenta corriente.

## Retos para la política económica: Conciliar los objetivos a corto y mediano plazo

Las prioridades máximas de la política económica siguen siendo restablecer la salud del sector financiero y mantener políticas macroeconómicas propicias hasta que la recuperación se encuentre afianzada, aunque las autoridades al mismo tiempo deben comenzar los preparativos para desmantelar los extraordinarios niveles de intervención pública. El abandono prematuro del estímulo parece ser el riesgo más grave a corto plazo, pero la formulación de la estrategia macroeconómica que se aplicará a mediano plazo, más allá de la crisis, es crítica para mantener la confianza en la solvencia fiscal y para preservar la estabilidad financiera y de precios. El reto consiste en encontrar un término medio entre desmantelar las intervenciones públicas demasiado temprano, lo cual haría peligrar los avances logrados hacia la recuperación y la estabilidad financiera, y retirarlas demasiado tarde, distorsionando los incentivos y dañando los balances públicos. El momento y la secuencia de las medidas variarán de un país a otro, según el ritmo de la recuperación, el margen de política y los avances logrados en la reestructuración del sector financiero, pero será necesario reforzar la coordinación para evitar efectos de contagio transfronterizos.

Según los datos históricos, tanto desmantelar la intervención pública demasiado temprano como hacerlo demasiado tarde puede resultar costoso. Por ejemplo, algunos consideran que la contracción fiscal y la duplicación del encajamiento legal por parte de la Reserva Federal de Esta-

<sup>16</sup> Podría alentarse el gasto en proyectos “verdes” mediante un amplio acuerdo multilateral que contemplara un nuevo marco para luchar contra el cambio climático.

dos Unidos en 1936–37 truncaron una incipiente recuperación<sup>17</sup>. Del mismo modo, los aumentos prematuros de los impuestos en 1997 parece uno de los factores que, junto con el entorno externo desfavorable, ha contribuido a empujar a Japón hacia una prolongada recesión. En cambio, algunos consideran que el abandono de las políticas monetarias acomodaticias después del estallido de la burbuja de las empresas de informática fue demasiado lento, dejando que las condiciones poco restrictivas alentaran la toma excesiva de riesgos y el auge posterior de los precios de la vivienda (véase Taylor, 2009).

La coordinación interna y externa es importante porque los efectos de la retirada de algunas medidas pueden poner en peligro la eficacia del desmantelamiento de otras. Por ejemplo, el abandono prematuro de las medidas de apoyo a la liquidez o las garantías de depósitos minoristas podrían retrasar la retirada de las garantías públicas a las emisiones de bonos bancarios, que son uno de los tipos de intervención pública más distorsionadora.

### Cuándo endurecer las condiciones monetarias

Para las autoridades monetarias, las decisiones clave son cuándo comenzar a endurecer la política y cómo reducir los abultados balances de los bancos centrales. Estos dos objetivos no presentan necesariamente grandes conflictos porque existen instrumentos para endurecer las condiciones monetarias aun cuando los balances están mucho más cargados de lo habitual.

El ritmo de descompresión de los balances de los bancos centrales depende del ritmo de normalización de las condiciones de mercado y de los tipos de intervención realizados. Como enfatiza la edición de octubre de 2009 del informe *GFSR*, es probable que muchas economías sigan necesitando apoyo de los bancos centrales durante todo el año próximo, y podría llevar mucho más tiempo eliminar los activos ilíquidos acumulados en los balances de algunos de ellos. Respaldadas por una

determinación de precios adecuada, las operaciones de liquidez a corto plazo se desarmarán naturalmente a medida que mejoren las condiciones del mercado, algo que ya está ocurriendo. Los activos mediante compras en firme pueden revenderse en los mercados, comenzando por los títulos públicos y pasando luego a otros valores a medida que los mercados se normalicen. Sin embargo, es importante hacerlo en el momento adecuado porque revender títulos de entidades no gubernamentales demasiado pronto puede socavar el proceso gradual de estabilización de los mercados con dificultades. Concretamente, es probable que deban mantenerse los valores respaldados por hipotecas durante algún tiempo, posiblemente hasta el vencimiento si la venta se complica por la necesidad de seguir respaldando los vulnerables mercados inmobiliarios. En el ínterin, los bancos centrales pueden absorber reservas, según sea necesario para endurecer las condiciones monetarias, realizando operaciones de reporto pasivo, ofreciendo depósitos a plazo que devengan intereses a los bancos o emitiendo sus propios títulos. Otras opciones menos interesantes son aumentar el encaje legal o hacer que el Tesoro venda títulos públicos y deposite los ingresos en los bancos centrales. En cualquier caso, sería útil que los tesoros nacionales y los bancos centrales protegieran los balances del banco central de los riesgos vinculados con la tenencia de títulos durante período extensos, como se ha hecho en algunos países; por ejemplo, en el Reino Unido. Estos mecanismos contribuyen a atenuar la preocupación en torno a la posibilidad de que los bancos centrales atrasen el endurecimiento de las condiciones monetarias por temor al impacto de un aumento de las tasas de interés en el valor de los activos de sus balances.

En cuanto al momento en que corresponde restringir las condiciones monetarias, los retos para las economías avanzadas y las emergentes son diferentes. En las economías avanzadas, los bancos centrales —con contadas excepciones— pueden permitirse condiciones acomodaticias durante un período extenso. Como se señaló anteriormente, la inflación se mantiene en niveles bajos, la capacidad no utilizada es alta y la reestructuración y el aumento del desempleo están ejerciendo pre-

<sup>17</sup>El grado en que contribuyeron a este retroceso sigue siendo objeto de debate. Véanse Romer y Romer (1989) y Feinman (1993).

sión a la baja sobre los costos laborales. El estímulo fiscal al crecimiento está disminuyendo y, por lo tanto, restringir las condiciones demasiado temprano podría socavar la recuperación. Aunque un período prolongado de tasas de interés muy bajas podría alentar la toma excesiva de riesgos, la probabilidad que esto ocurra es limitada a corto plazo porque los mercados financieros y los hogares necesitarán mucho tiempo para reestructurar sus balances y otorgar crédito. No obstante, cuando se afiance la recuperación hasta el punto en que se reduzcan las brechas del producto y la inflación pase a ser una preocupación más importante, será necesario volver a restringir las condiciones monetarias. De hecho, a medida que el crédito comience a crecer, posiblemente deberán abandonarse las políticas acomodaticias con mayor rapidez que durante el estallido de la burbuja de las empresas de informática para evitar nuevos excesos (lo que coincide con las conclusiones del capítulo 3), sobre todo si no se logran importantes avances en el fortalecimiento de los marcos prudenciales.

En las economías emergentes la situación es más variada, y en varias probablemente convenga comenzar a aplicar una política monetaria más restrictiva antes que en las economías avanzadas. Las presiones inflacionarias se están moderando en gran parte de Asia y en algunas economías emergentes de Europa, y varias economías emergentes, sobre todo en Asia, ya están experimentando repuntes relativamente vigorosos de la actividad. En consecuencia, no se proyecta un nivel de desempleo en 2010 mucho mayor que el registrado antes de la crisis, lo que implica que las presiones a la baja sobre los precios serán limitadas en el futuro. Además, en algunas de estas economías los precios de los activos están comenzando a repuntar en respuesta a las bajas tasas de interés, incrementando el riesgo de nuevas burbujas de precios de los activos. Como se subraya en el capítulo 3, en estas condiciones, las autoridades monetarias quizás deberían aplicar una política más dura de lo que indica la evolución del producto y la inflación. En algunas economías, quizás sea necesario flexibilizar el tipo de cambio, evitando así importar una distensión monetaria excesiva de las economías avanzadas.

Más allá de los retos a corto plazo, ¿cuáles son algunas de las lecciones de la crisis para la conducción de la política monetaria? En el capítulo 3 se señala que las autoridades monetarias deberían hacer más hincapié en contener los riesgos macrofinancieros, mediante la utilización de herramientas macroprudenciales para ayudar a estabilizar las economías. Los datos históricos hacen pensar que un nivel relativamente estable de inflación y crecimiento del producto ofrece escasa protección cuando el estallido de una burbuja de precios de los activos sacude profundamente una economía: el producto y la inflación son malos predictores de los colapsos de precios de los activos. El capítulo 3 muestra que otras variables —especialmente la expansión del crédito y el saldo en cuenta corriente— son mejores predictores y quizás merezcan recibir más atención por parte de las autoridades monetarias. Por ende, si se agudiza la inquietud en torno a la demanda interna y los precios de los activos, convendrá que las autoridades se planteen para el año próximo y quizás el siguiente una política monetaria más dura de lo que sería estrictamente necesario para mantener controlada la inflación. Las herramientas macroprudenciales tienen la ventaja de funcionar directamente en sentido contrario a los ciclos crediticios y así pueden complementar la función de las tasas de interés en la estabilización económica. Sin embargo, es necesario tener expectativas realistas sobre lo que se puede lograr.

Los bancos centrales también deberán determinar si es necesario mantener los diversos cambios introducidos en las operaciones de política monetaria en respuesta a la crisis, como los relacionados con su función de prestamista de última instancia. La crisis ha puesto de manifiesto los beneficios que se derivan de contar con un amplio número de contrapartes del banco central y una amplia gama de garantías aceptables. Sin embargo, el acceso a préstamos de emergencia debe otorgarse a cambio de una supervisión y regulación más estrictas, y en algunos casos esto exige que los supervisores comparten más información con los bancos centrales. Del mismo modo, los bancos centrales pueden seguir aceptando una gama más amplia de garantías, pero deben ajustar las condiciones relativas

a la fijación de precios y el acceso para asegurar que estas operaciones se utilicen únicamente para cubrir necesidades temporales de liquidez y no se conviertan en una parte normal de la intermediación financiera.

### Mantener el respaldo fiscal salvaguardando la sostenibilidad fiscal

Pese a los ya grandes déficits y a los altos niveles de deuda pública de muchos países, será necesario mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación se encuentre afirmada, y posiblemente ampliarlo o prolongarlo más allá de lo actualmente planificado si se hacen realidad los riesgos a la baja para el crecimiento. Por eso, los gobiernos deben estar preparados para desplegar nuevas iniciativas, según sea necesario. Al mismo tiempo, deben comprometerse a recortar ampliamente los déficits a mediano plazo y deben comenzar a abordar los retos fiscales a largo plazo, promoviendo reformas que impriman mayor sostenibilidad a las finanzas públicas.

Una preocupación importante proviene de que, a raíz del shock financiero, las economías avanzadas hayan acumulado un gran volumen de deuda pública en un momento en que las presiones fiscales derivadas del envejecimiento de la población son más apremiantes. Según las proyecciones, la deuda pública de las economías avanzadas superará el 110% del PIB en 2014, frente a alrededor del 80% del PIB antes de la crisis, aun incluyendo un importante ajuste fiscal (gran parte del cual todavía no se ha traducido en medidas específicas). Esto refleja los persistentes déficits primarios, el gasto creciente por concepto de intereses y el moderado crecimiento económico. El envejecimiento de la población se sumará a las presiones del déficit y las trayectorias de la deuda, sobre todo a partir de 2015. El gasto relacionado con el envejecimiento de la población podría elevarse en alrededor de 5% del PIB en la Unión Europea en 2060 y entre 4% y 6% del PIB en Estados Unidos<sup>18</sup>. También se prevén fuertes incrementos del gasto en Japón. En las economías emergentes, en cam-

bio, se prevé que los niveles de deuda se reduzcan en relación con el nivel máximo inicial registrado después de la crisis, y algunas de estas experimentarán una expansión comparable del gasto relacionado con el envejecimiento de la población.

El fuerte aumento de la deuda pública probablemente empujará al alza las tasas de interés a corto plazo a medida que la recuperación se asiente, desplazando la inversión privada y algunas emisiones de deuda soberana de economías emergentes<sup>19</sup>. Esto tendrá un impacto negativo en el crecimiento, aunque también podría tener otros efectos adversos. ¿Son algunos niveles de deuda tan altos que harán que algunos inversores huyan hasta de los activos que tradicionalmente son seguros, como por ejemplo, los bonos del gobierno de Estados Unidos? Dentro de márgenes de deuda razonables, no hay una respuesta sencilla a esta pregunta. Depende de las perspectivas de crecimiento de la economía, de las preferencias de los inversionistas y de las tasas de interés, así como del margen disponible para recortar el gasto o subir los impuestos a fin de rebolsar la deuda en el futuro, lo que también plantea consideraciones políticas. Algunos países, como Italia y Japón, mantienen niveles de deuda muy altos desde hace algún tiempo. Afortunadamente, ninguno de estos dos países se encuentra entre las economías avanzadas cuyos sistemas financieros se vieron fuertemente golpeados por la crisis, así que han evitado incurrir en grandes

<sup>19</sup>En la edición de octubre de 2009 del informe *GFSR* se presentan los datos correspondientes a un panel integrado por 31 economías avanzadas y emergentes en el período 1980–2007. Estos datos parecen indicar que un aumento del déficit fiscal incrementa las tasas de interés del gobierno a largo plazo entre un mínimo de 10 puntos básicos y un máximo de 60 puntos básicos por cada aumento de un punto porcentual del PIB del déficit fiscal. El impacto de la acumulación de deuda en los rendimientos de los bonos es menor, pero significativo. Un aumento de 1% del PIB de la deuda eleva los rendimientos de los bonos públicos entre 5 y 10 puntos básicos, y los efectos varían según las características específicas de cada país. No obstante, las proyecciones del informe *GFSR* hasta finales de 2010 parecen indicar que la emisión neta de crédito total (soberano y privado) en Estados Unidos y la zona del euro se reducirá a niveles muy inferiores a los registrados durante el período de expansión entre 2002 y 2007.

<sup>18</sup>Véanse Comisión Europea (2009a,b), FMI (2006) y Oficina del Presupuesto del Congreso de Estados Unidos (2005).

pasivos contingentes. No obstante, Italia experimentó un aumento considerable de las primas de riesgo de la deuda por algún tiempo durante esta crisis y tuvo que renunciar a la implementación de un considerable estímulo fiscal, mientras que Japón se ha visto protegido por sus circunstancias únicas<sup>20</sup>. De cara al futuro, las presiones sobre el gasto y la deuda de las economías avanzadas se agravarán, y los mercados tienen una tendencia a reaccionar repentinamente ante un lento aumento de las vulnerabilidades. En el ínterin, el precio de un nivel de deuda mucho más alto en las economías avanzadas es que se dispone de menor margen para la política anticíclica y el apoyo financiero si hay que hacer frente a nuevas crisis.

No obstante, un apoyo fiscal sostenido a corto plazo no debería socavar los avances hacia la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Las reformas de los programas de gasto social —en particular las orientadas a incrementar la participación de la mano de obra (como, por ejemplo, vinculando la edad de jubilación a la expectativa de vida) o a mejorar la eficiencia de los programas de asistencia social— podrían contribuir en gran medida a reducir el gasto a largo plazo, lo que permitiría aumentar el apoyo fiscal para la recuperación. Por ejemplo, una disminución de la tasa de crecimiento de los costos de atención de la salud del 1% anual podría reducir el gasto público en alrededor del 1½% del PIB en el Grupo de los Siete (G-7) países industriales en 15 años. Un aumento de la edad de jubilación de un año podría generar un ahorro fiscal equivalente al ½% del PIB después de 15 años. Por lo tanto, con avances en ambos frentes, los costos iniciales de financiamiento público vinculados con las operaciones de apoyo al sector financiero se recuperarían de manera bastante rápida.

En la práctica, estas reformas se enfrentarán sin duda a enormes obstáculos políticos, y el margen disponible para el estímulo es limitado. Por lo tanto, será esencial asegurar que el gasto para el estímulo se asigne de forma que se aproveche al

<sup>20</sup>Los ahorradores japoneses tienen una preferencia muy fuerte por los títulos de deuda pública interna. Además, una parte importante de la deuda interna está en poder de instituciones públicas.

máximo el apoyo para la recuperación y que permita retomar cuanto antes la senda de un sólido crecimiento a mediano plazo. Esto significa que todo nuevo programa debería dar prioridad al financiamiento para la reestructuración del sector financiero, abordando los elevados costos sociales de las perturbaciones del mercado de trabajo y ayudando a evitar grandes aumentos del desempleo estructural.

Además, la creciente preocupación por la sostenibilidad fiscal implica que los países que han acumulado grandes montos de deuda durante la crisis deben adoptar ambiciosas metas de ajuste a mediano plazo y respaldar estas metas mediante marcos fiscales, integrados entre otras cosas por reglas fiscales adecuadas y mecanismos rígidos de cumplimiento. Estos marcos y reglas pueden ayudar a contener las presiones de gasto cuando retorne la prosperidad, de modo que los inversionistas sientan cierta tranquilidad sabiendo que los déficits y la deuda disminuirán llegado el momento. Muchos países ya están avanzando en esta dirección<sup>21</sup>, y es alentador observar que se están tomando medidas en esta dirección o se está considerando su implementación (por ejemplo, en Alemania y Estados Unidos), pero no será fácil lograr la combinación adecuada de flexibilidad y disciplina.

### **Sanear los sectores financieros mientras se reforman los marcos prudenciales**

Para retomar la senda de crecimiento sostenido a mediano plazo es indispensable reestructurar el sector financiero y reformar los marcos prudenciales. En muchos países, las políticas adoptadas no han sido suficientes para restablecer una situación en que los sistemas bancarios puedan apuntalar la recuperación con un sólido crecimiento del crédito, y debe darse prioridad a subsanar esta deficiencia. Además, debe prestarse atención a la gestión de la retirada del apoyo público para operaciones financieras y a la reforma de los marcos prudenciales para asegurar una gestión más eficaz del riesgo.

La reestructuración de las actividades de las empresas financieras es vital para la normalización del crédito. Esto exige la rectificación de

<sup>21</sup>Véase Ter-Minassian y Kumar (2008).

los balances, la recapitalización y la elaboración de nuevos planes comerciales que sean coherentes con nuevos modelos de financiamiento y nuevos marcos prudenciales. Hasta el momento se ha adelantado muy poco en eliminar los activos dañados de los balances de los bancos.<sup>22</sup> Ahora el problema más apremiante es el deterioro de la calidad de los activos, de modo que las políticas y las instituciones públicas deberían basarse en un enfoque más preventivo y orientado al futuro. Las pruebas de estrés oficiales son instrumentos importantes para diagnosticar la condición de los bancos y establecer programas integrales de recapitalización. En ese sentido, el avance entre los distintos países al respecto ha sido desigual, y es preocupante observar que el respaldo público a favor de la recapitalización enfrenta importantes obstáculos políticos.

Las estrategias de salida deben estar claramente expresadas para ayudar a guiar la reestructuración de los bancos. Los bancos tienen por delante un aluvión de vencimientos en los dos próximos años, lo cual exacerba el riesgo de refinanciamiento. En estas circunstancias, existen riesgos vinculados con un cambio brusco del nivel de apoyo brindado a estas instituciones, y deberá evitarse el establecimiento de plazos estrictos para poner fin a estos programas. Algunos países que anunciaron plazos para eliminar las garantías mayoristas se han visto obligados a prorrogarlos. En cambio, pueden reducirse paulatinamente los subsidios y pueden endurecerse las condiciones de acceso a los servicios que quizás deban extenderse. Debería alentarse a las empresas solventes a remboslar las inyecciones de capital y emitir deuda no garantizada para mostrar que son viables, mientras que las empresas crónicamente subcapitalizadas deberán ser sometidas a un proceso de resolución bancaria en vez de mantenerlas a flote. La reprivatización puede esperar hasta que la reforma haya

avanzado lo suficiente, pero la gestión de las instituciones financieras de propiedad pública debe centrarse en limitar las distorsiones a la competencia o la estabilidad.

En cuanto a la reforma fundamental, en el citado informe *GFSR* se explican los retos que afrontan las autoridades económicas. Aunque ya se han puesto en marcha varias iniciativas para abordarlos, el logro de cambios profundos no debe peligrar a causa de la creciente confianza en que lo peor de la crisis ya se superó, el temor a perder ventajas competitivas nacionales o la preocupación por que las soluciones ideales sean técnicamente inviables. Tres retos merecen especial mención:

- Es necesario ampliar y flexibilizar el perímetro de la regulación para abarcar todas las instituciones sistémicamente importantes. En este sentido, deberá abordarse el problema planteado por las instituciones que, por su tamaño o sus conexiones, se consideran inabandonables a la quiebra. Se han planteado varias propuestas para reforzar los marcos de resolución, entre las que se incluyen la de obligar a estas instituciones a elaborar planes de resolución y aumentar su capital para compensar su mayor contribución al riesgo sistémico, así como la de otorgar a las autoridades la facultad de imponer pérdidas a los acreedores principales. Otra propuesta es la de separar la banca comercial de la de inversiones, y no permitir que los bancos comerciales y los de inversiones efectúen sus propias transacciones bursátiles. Habrá que seguir analizando los costos y beneficios de estas propuestas, evaluando las posibles pérdidas derivadas de los menores rendimientos de escala y alcance frente a los beneficios de una menor exposición a los riesgos sistémicos.
- Deberá realizarse el papel estabilizador que desempeñan los marcos prudenciales a lo largo del ciclo económico. Una vez iniciada la crisis, las reglas de valoración al precio de mercado y los coeficientes de capital regulador constantes obligaron a las instituciones financieras a tomar medidas drásticas para reducir sus balances, exacerbando las ventas masivas y el desapalancamiento. Las fuerzas opues-

<sup>22</sup>En Estados Unidos, por ejemplo, se han establecido acuerdos institucionales para eliminar los activos dañados, aunque apenas se han utilizado hasta el momento. La Unión Europea ha adoptado directrices armonizadas para solucionar el problema de los activos dañados, dejando que cada país decida si prefiere hacerlo a través de un banco malo, de garantías o de un sistema mixto.

tas impulsaban una aceleración del crédito en períodos de bonanza. Es difícil determinar el grado en que estas fuerzas están conectadas con los marcos prudenciales o son impuestas por los mercados. Uno de los elementos de prociclicidad podría abordarse mediante el establecimiento de requisitos mínimos de capital conforme a los escenarios de las pruebas de tensión y un coeficiente de apalancamiento global. Estos podrían complementarse aumentando las ponderaciones de supervisión del riesgo para las categorías de préstamos o activos en rápida expansión. También se ha planteado la propuesta de exigir cargos de capital anticíclicos o permitir a las autoridades reguladoras modificar los requisitos de capital (u otros requisitos regulatorios) a lo largo del ciclo, del mismo modo que los bancos centrales pueden modificar las tasas de interés<sup>23</sup>.

- Por último, es necesario mejorar la coordinación internacional y evitar el proteccionismo financiero. Esto exigirá mayor convergencia en el ámbito de la supervisión y regulación, para limitar los incentivos al arbitraje regulatorio transfronterizo, y sólidos regímenes (entre ellos, regímenes de insolvencia destinados específicamente a los bancos a nivel nacional) para la resolución de instituciones transfronterizas y la neutralización de los incentivos a aplicar estrategias de empobrecer al vecino para combatir las crisis. Se están logrando avances en el ámbito de la convergencia bajo los auspicios del Consejo de Estabilidad Financiera; los avances en el ámbito de la resolución enfrentan importantes obstáculos políticos, aun dentro de la Unión Europea, que ha estado debatiendo este tema desde hace algún tiempo.

### **Retos para las políticas estructurales y sociales**

El aumento del desempleo constituirá un serio reto para muchas economías avanzadas. Los datos del capítulo 4 llevan a pensar que las tasas de des-

<sup>23</sup>Para las autoridades económicas, estas propuestas presentan retos importantes, entre los que se incluye el de determinar cuándo deben establecerse mecanismos reguladores y cuándo pueden retirarse.

empleo suelen aumentar significativamente después de los shocks financieros y mantenerse más elevadas durante muchos años, y este shock no será la excepción. Para limitar el alcance de la destrucción de puestos de trabajo se necesitará un crecimiento salarial más lento o incluso recortes salariales para muchos trabajadores. El impacto de los ajustes necesarios en los segmentos más pobres de la fuerza laboral podría amortiguarse mediante reembolsos del impuesto sobre el ingreso o programas parecidos que limiten las repercusiones sociales de los ajustes salariales. Los subsidios al empleo de corta duración para facilitar una amplia distribución de las reducciones del insumo de mano de obra y permitir un descenso más gradual de los salarios también podrían ser adecuados, siempre que exista la garantía de que estos programas se reducirán cuando las cosas vuelvan a marchar bien. Aquellas personas que aun así pierdan su empleo deberán recibir apoyo a través de programas de prestaciones por desempleo que sean generosos (para apuntalar la demanda y evitar situaciones dolorosas) pero que no sean de una duración excesivamente larga, mecanismos de apoyo social condicionados adecuadamente al nivel de ingresos, y mayores recursos para la localización de empleo y la mejora de los sistemas de formación y capacitación. Además, muchas de las reformas estructurales examinadas en anteriores ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* que han hecho hincapié en mejorar la flexibilidad de los mercados de trabajo siguen siendo pertinentes, y posiblemente aún más para mejorar las perspectivas a mediano plazo después de una crisis devastadora<sup>24</sup>.

En algunos países, la reforma de los mercados de productos o servicios podría contribuir a crear nuevas oportunidades de empleo y mejorar

<sup>24</sup>La recuperación después de los fuertes shocks de los años setenta y principios de los ochenta resultó más difícil debido a algunas iniciativas bien intencionadas pero muchas veces poco estudiadas que obstaculizaron el ajuste del mercado de trabajo, como la creación de programas de jubilación anticipada o el uso excesivo del apoyo a los discapacitados o a los pobres mediante el suministro de apoyo prácticamente ilimitado a trabajadores desempleados pero perfectamente capaces. Véanse, por ejemplo, Layard y Nickell (1991), y Blanchard y Wolfers (2000).

el crecimiento de la productividad<sup>25</sup>. En las economías emergentes con cuantiosos superávits externos y amplios sectores de bienes transables, convendría que la reforma se centrara en los sectores de servicios, que tienden a ser menos competitivos, a estar menos protegidos y a generar un crecimiento relativamente más lento de la productividad<sup>26</sup>. La conclusión de la Ronda Doha de negociaciones comerciales multilaterales podría impulsar de manera oportuna la confianza y el comercio mundial, aunque sigue siendo igualmente crítico evitar un retroceso en la liberalización del comercio y las políticas de competencia.

Las reformas estructurales, junto con una mayor flexibilidad de los tipos de cambio, también pueden contribuir en gran medida al reequilibrio de la demanda mundial. En este sentido, el escenario optimista sobre el reequilibrio pone de relieve la importancia de las medidas orientadas a reestructurar los sistemas financieros; mejorar el gobierno corporativo y la intermediación financiera; respaldar la inversión pública, incluidas las tecnologías verdes; y reformar las redes de protección social (incluidos los sistemas de atención de la salud y de pensiones) para impulsar una reducción del ahorro precautorio en algunos países que registran amplios superávits en cuenta corriente. Sin embargo, aun con un sólido compromiso a favor de la reforma en estos y en otros ámbitos por parte de todos los países, el reequilibrio probablemente será un proceso prolongado. En el ínterin, estas reformas ayudarían a fortalecer la capacidad de resistencia de la economía mundial, que sigue siendo excepcionalmente vulnerable a nuevos shocks.

Por último, la pobreza podría aumentar significativamente en varias economías en desarrollo, sobre todo en África subsahariana, donde el PIB

<sup>25</sup>De hecho, los datos sobre algunas reformas eficaces del mercado de trabajo aplicadas en Europa en respuesta a las crisis parecen indicar que muchas veces se complementaron mediante reformas del mercado de productos, porque estas últimas contribuyen a la creación de empleo y al crecimiento de los salarios. Véanse, por ejemplo, Estevão (2005) y Annett (2006).

<sup>26</sup>Véase el capítulo 3 de la edición de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*.

real per cápita se está contrayendo en 2009 por primera vez en una década. Cabe esperar que las reformas anteriores y los cambios en los patrones comerciales y financieros contribuirán a atenuar el impacto de la caída del crecimiento en las economías avanzadas en comparación con crisis anteriores. No obstante, el apoyo ininterrumpido de los donantes de las economías avanzadas será crucial para que estas economías puedan defender los avances hacia la estabilidad macroeconómica que tanto les costó conseguir. Al mismo tiempo, es necesario que las políticas sigan estando orientadas a mitigar el impacto de la recesión mundial en la actividad económica y la pobreza, reforzando al mismo tiempo las bases para un crecimiento sostenido.

### Apéndice 1.1. Situación y perspectivas de los mercados de materias primas

*Los autores de este apéndice son Kevin Cheng, Nese Erbil, Thomas Helbling, Shaun Roache y Marina Rousset.*

Tras el colapso que sufrieron en el segundo semestre de 2008, los precios de las materias primas se estabilizaron, en términos amplios, a comienzos de 2009 y luego experimentaron un fuerte repunte en el segundo trimestre, a pesar de niveles generalmente elevados de existencias como consecuencia de la debilidad de la demanda durante la recesión (gráfico 1.16; cuadro 1.2). Un repunte tan vigoroso tan al comienzo de la recuperación de la producción industrial mundial contrasta con la experiencia de otros episodios<sup>27</sup>. En otras desaceleraciones mundiales, los precios por lo general siguieron cayendo durante las primeras fases de la reactivación (gráfico 1.17) o aumentaron a tasas mucho más bajas que las registradas en los últimos meses. La excepción es el precio del petróleo, que también experimentó subidas sustanciales al comienzo de otras recuperaciones. Sin embargo, en comparación con otras desaceleraciones, los precios de las materias primas tam-

<sup>27</sup>De acuerdo con los datos recopilados hasta junio de 2009, se estima que la actividad industrial mundial global marcó un mínimo en febrero de este año.

bien cayeron más rápido y en magnitudes mayores durante el segundo semestre del año pasado.

El repunte anticipado de los precios de las materias primas reavivó el debate sobre la posibilidad de que la inversión financiera en materias primas sea un determinante cada vez más importante de los precios. La renovada propensión al riesgo por parte de los inversionistas y el renovado optimismo registrado desde marzo de este año, sumados a la reiterada tendencia hacia la depreciación del dólar, condujeron a un aumento de la inversión financiera en materias primas. Sin embargo, como se señaló en otras ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*, esos caudales aún tienden a seguir las variaciones de los fundamentos económicos. En las circunstancias actuales, reflejaban dos factores interrelacionados. Primero, había un consenso creciente en torno a que lo peor de la recesión mundial y el colapso de la demanda de materias primas ya habían pasado y en 2009 se iniciaría la recuperación. Segundo, crecía la confianza de que, gracias a los niveles sin precedentes de respaldo al sector financiero y estímulo macroeconómico, había disminuido la probabilidad de otro suceso sistémico en el sector financiero.

El principal efecto que la aparente mejora de las perspectivas a corto plazo tuvo en los mercados de materias primas físicas fue incentivar más la acumulación de existencias. Al mismo tiempo, la mejora de las condiciones financieras amplió el crédito disponible para financiar existencias

**Cuadro 1.2. Evolución de los precios de las materias primas; 2008–09**

	Variación porcentual		
	Cresta a valle	Valle a junio	2009 T2/2009 T1
Índice de precios de materias primas del FMI	-55,6	31,1	15,7
Combustibles	-64,1	42,7	20,1
Petróleo	-68,7	66,4	33,8
No combustibles	-35,5	17,5	9,5
Metales básicos	-49,6	24,5	15,1
Materias primas agrícolas	-33,0	13,6	0,7
Alimentos	-33,4	19,6	10,2

Fuente: FMI, base de datos de precios de los productos primarios.

**Gráfico 1.16. Precios de las materias primas y del petróleo**

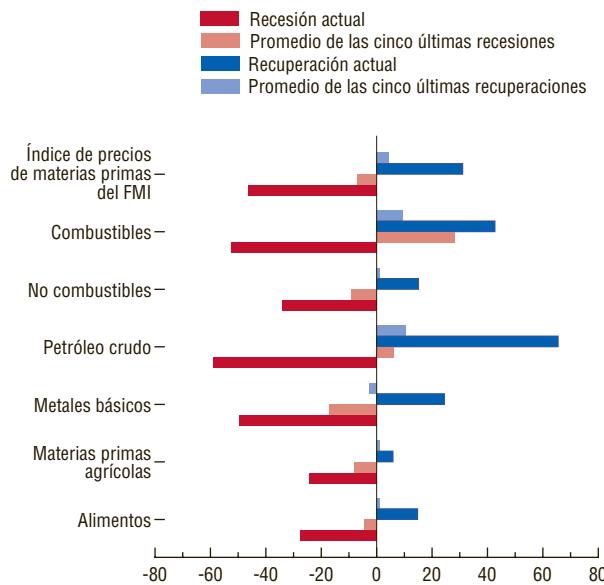


Fuentes: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets; y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Deflactados en función del índice de materias primas del FMI.

<sup>2</sup>En Chicago Board of Trade, Bolsa Mercantil y Bolsa de Productos Básicos de Nueva York, respectivamente.

**Gráfico 1.17. Precios de las materias primas en las recesiones y recuperaciones mundiales<sup>1</sup>**  
*(Variación porcentual; índices, 2005 = 100)*



Fuentes: Sistema de precios de productos primarios del FMI y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Las recesiones y las recuperaciones mundiales se individualizan de acuerdo con crestas y valles mensuales al nivel logarítmico de un índice mensual de producción industrial mundial.

a costos más normales. Los crecientes caudales destinados a fondos de materias primas, que contribuyeron a normalizar las condiciones de liquidez en los mercados de futuros sobre materias primas, probablemente facilitaron la cobertura de las posiciones en existencias. Contra este telón de fondo, el aumento de la demanda de existencias, estimulado por las expectativas, y la estabilización parcial de la acumulación de existencias cuando tocó fondo la demanda de los usuarios finales, permitieron absorber con más facilidad el exceso constante de oferta (oferta corriente menos consumo corriente de los usuarios finales). A su vez, se suavizó la presión a la baja sobre los precios al contado. Los precios de los futuros a más largo plazo se vieron menos afectados por la variación de las expectativas en torno a las condiciones de los mercados a corto plazo, y la pendiente alcista de las curvas de los futuros sobre materias primas se suavizó a medida que se recuperaban los precios al contado.

La magnitud de los aumentos recientes de los precios varió considerablemente según la materia prima, más allá del nivel relativo de las afluencias financieras. Poniendo de relieve la influencia de los fundamentos económicos, la diferencia de las variaciones de precios refleja la diferencia de sensibilidad de las materias primas al ciclo económico, pero también factores específicos, como se explica más adelante. En particular, en los mercados de petróleo, los precios no estuvieron respaldados solamente por las expectativas de reactivación, sino también por los recortes de la oferta dictados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en tanto que los precios de los metales estuvieron apuntalados por la reposición en China.

Las perspectivas de la demanda de materias primas dependen ahora cada vez más del crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo, dado el aumento sostenido de sus respectivas cuotas de mercado (cuadro 1.3). Además, la demanda de materias primas en estas economías es más elástica en función del ingreso que en las economías avanzadas. Teniendo en cuenta que las economías emergentes de Asia ya están experimentando una reactivación vigorosa,

sa y que la recuperación de las economías emergentes y en desarrollo en general se encuentra más adelantada que la de las economías avanzadas, la demanda de materias primas se está fortaleciendo antes que la actividad de las economías avanzadas. En consecuencia, los precios de las materias primas, especialmente en los sectores sensibles al ciclo económico, tuvieron una fuerte reacción ante la recuperación inesperadamente anticipada de las economías emergentes de Asia en el segundo trimestre de 2009.

La intensidad de la presión alcista sobre los precios dependerá de los tiempos y el vigor de la recuperación mundial. Como las existencias se mantienen por encima del promedio, excepto en el caso de las materias primas alimentarias, y dado que existe una capacidad excedentaria sustancial en muchos sectores de materias primas, esa presión probablemente continúe siendo moderada durante algún tiempo, a menos que un crecimiento mundial imprevistamente energético erosione rápidamente esos factores de amortiguación. Existe también el riesgo a corto plazo de que el repunte de precios —empujado mayormente por las expectativas— retroceda parcialmente si la reactivación mundial resulta más anémica de lo que prevén actualmente los mercados de materias primas. Las distribuciones probabilísticas derivadas de los precios de las opciones sobre materias primas primordiales sugieren que el mercado tiene más confianza en que el repunte de los precios de las materias primas durante el segundo trimestre de 2009 se mantendrá y en que los precios probablemente volverán a subir (el recuadro 1.6 contiene más detalles al respecto). En particular, los precios de las opciones sobre un índice amplio de materias primas, petróleo crudo y cobre llevan a pensar que los inversionistas prevén precios más elevados durante el segundo semestre de 2009 en comparación con los dos primeros trimestres. Ahora bien, la probabilidad de que los precios de las materias primas vuelvan a dispararse a corto plazo parecería alejada, ya que no se espera que alcancen los niveles promedio de 2008 para fines de año.

### Cuadro 1.3. Consumo de materias primas y cuota de mercado (Porcentaje)

	Mundo	Mercados emergentes
<b>Petróleo crudo</b>		
Crecimiento acumulativo del consumo		
1985–2008	36,6	58,5
2002–08	10,8	24,8
Cuota de mercado		
1993	...	43,1
2002	...	45,8
2008	...	51,8
<b>Aluminio</b>		
Crecimiento acumulativo del consumo		
1985–2008	92,5	140,6
2002–08	48,4	88,8
Cuota de mercado		
1993	...	32,4
2002	...	42,8
2008	...	59,2
<b>Cobre</b>		
Crecimiento acumulativo del consumo		
1985–2008	61,9	127,0
2002–08	21,4	53,0
Cuota de mercado		
1993	...	35,2
2002	...	49,3
2008	...	61,7
<b>Trigo</b>		
Crecimiento acumulativo del consumo		
1985–2008	27,6	20,3
2002–08	7,8	7,7
Cuota de mercado		
1993	...	76,9
2002	...	70,5
2008	...	70,7
<i>Partida informativa</i>		
<b>PIB real</b>		
Crecimiento acumulativo		
1985–2008	84,1	110,6
2002–08	29,2	46,3

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, Oficina Mundial de Estadísticas de Metales y Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

Por último, los precios de las materias primas también dependerán en parte de la evolución del dólar de EE.UU. Empíricamente, existe una relación negativa generalmente robusta entre los precios de las materias primas y las fluctuaciones

### Recuadro 1.6. ¿Qué nos dicen los mercados de opciones sobre las perspectivas de precios de las materias primas?

Durante la última década se registró un rápido crecimiento en los mercados de derivados sobre materias primas, tanto bursátiles como extrabursátiles. Ese crecimiento parece variar ampliamente según la materia prima y el tipo de derivado. Por ejemplo, los contratos de derivados (opciones y futuros combinados) sobre petróleo crudo negociados en la bolsa mercantil de Nueva York se quintuplicaron en 1998–2008, y las opciones crecieron cinco veces más que los futuros. En lo que respecta a otras materias primas fundamentales, la magnitud del crecimiento es menor y la divergencia entre las tasas de crecimiento de las opciones y los futuros no es tan marcada (primer gráfico). No obstante, el número de contratos de derivados sobre materias primas vigentes se desplomó en el segundo semestre de 2008 —sobre todo en el caso del petróleo crudo—, aunque últimamente algunas materias primas mostraron indicios de repuntar.

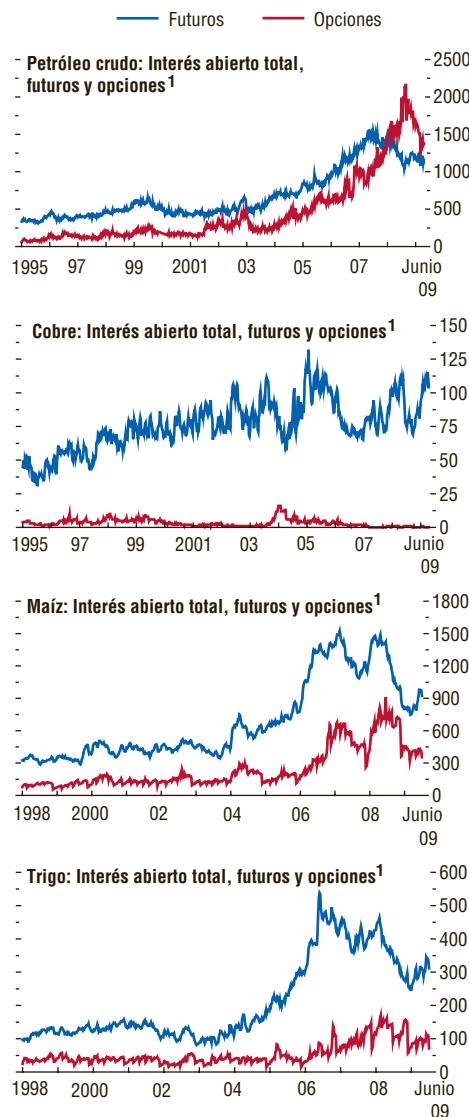
#### *¿Qué lógica tiene utilizar precios de opciones en el análisis económico?*

El rápido crecimiento de las transacciones de futuros y opciones sobre materias primas incrementó la profundidad, liquidez y eficiencia de estos mercados de derivados, y por ende mejoró el contenido de la información. De hecho, es una circunstancia bien documentada que los derivados —especialmente las opciones— contienen información útil sobre las expectativas del mercado que puede enriquecer el análisis de las perspectivas económicas y financieras<sup>1</sup>. La lógica es que las primas de las opciones pagadas por el derecho a comprar o vender un activo subyacente a un precio de ejercicio determinado seguramente refleja las opiniones del mercado sobre la distribución probabilística de los precios futuros, lo que determina la rentabilidad prevista de la opción. Por ejemplo, un inversionista optimista y previsor estaría dispuesto a pagar una prima más elevada para ejecutar una opción de compra a un precio de ejercicio superior al precio spot corriente; de la misma

El principal autor de este recuadro es Kevin C. Cheng; Marina Rousset colaboró en la investigación.

<sup>1</sup>Véase, por ejemplo, BPI (1999).

#### Evolución reciente de los mercados de derivados de materias primas (Miles de contratos)



Fuentes: U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC); y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Anunciado semanalmente por la CFTC. El petróleo crudo y el cobre se negocian en la bolsa mercantil de Nueva York; el maíz y el trigo, en la bolsa de comercio de Chicago.

manera, un inversionista pesimista y previsor estaría dispuesto a pagar una prima más elevada para ejecutar una opción de venta a un precio de ejercicio inferior al precio spot corriente.

Esa información extraída de los mercados de opciones puede ayudar a evaluar los riesgos y, de esa manera, a pensar en otras alternativas o elaborar pruebas de estrés. Además, a diferencia de los indicadores de incertidumbre de la mayoría de los modelos econométricos que son retrospectivos, los indicadores de este método son prospectivos, es decir, implícitamente abarcan todos los factores de riesgo que contempla en un momento dado el mercado.

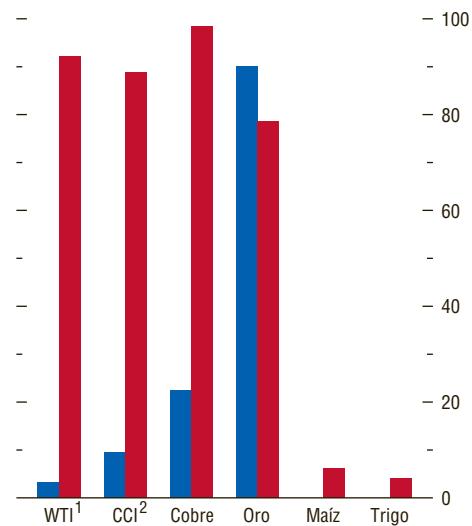
En ese sentido, desde hace unos años *Perspectivas de la economía mundial* presenta una distribución probabilística indiferente al riesgo de la variedad Brent de petróleo crudo. Hace poco, el personal técnico del FMI creó un marco que arroja resultados más estables y que se puede aplicar también a otras opciones sobre futuros<sup>2</sup>. La ventaja es que, a diferencia del marco anterior, que requería datos de un conjunto granular de cotizaciones de precios artificiales estimadas por Intercontinental Exchange, el marco nuevo se alimenta exclusivamente con datos efectivos del mercado. Además, ofrece gran flexibilidad para captar un abanico amplio de propiedades estadísticas.

Este marco sirvió para generar distribuciones de probabilidades del índice continuo de materias primas un índice amplio integrado por 17 materias primas—y de una serie de materias primas fundamentales, entre ellas petróleo crudo, oro, cobre y maíz (segundo gráfico). Los resultados sugieren que, en comparación con distribuciones estimadas a comienzos de abril, las distribuciones probabilísticas (a comienzos de agosto y mediados de septiembre) de los contratos a ocho meses sobre petróleo crudo y cobre se desplazaron hacia la derecha —es decir, el precio esperado es más alto—, en tanto que su dispersión disminuyó, lo

<sup>2</sup>Este marco —inspirado en el método lognormal doble de Bahra (1997)— usa una mezcla de distribuciones lognormales múltiples. Cheng (2009, de próxima publicación) analiza en detalle los fundamentos técnicos del marco y sus ventajas respecto de otras metodologías.

### Perspectivas de precios de importantes materias primas para fines de 2009, al 15 de septiembre de 2009 (Porcentaje)

- Probabilidad (superior a la media de 2008)
- Probabilidad (superior al promedio del primer y segundo trimestre de 2009)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Variedad de petróleo crudo West Texas Intermediate.

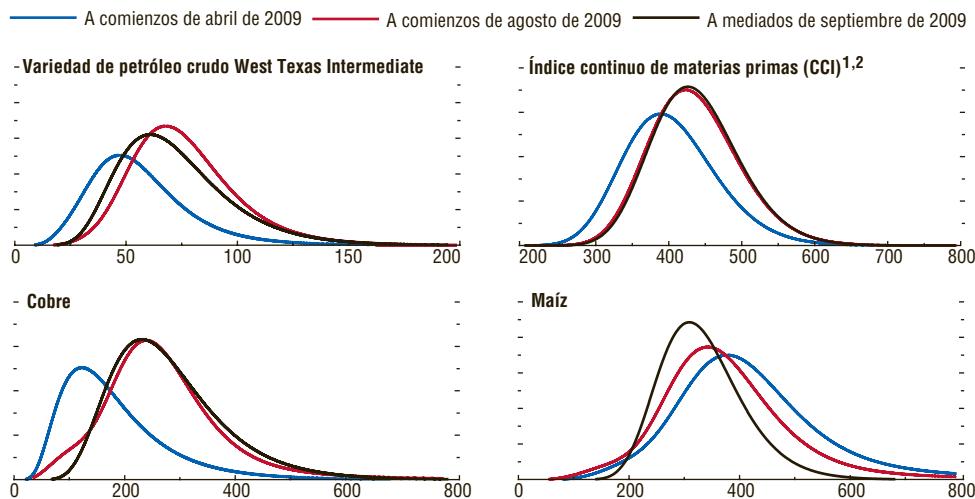
<sup>2</sup>CCI = índice continuo de materias primas: Revisión de 1995 del índice de Commodity Research Bureau; promedio de los precios de futuros sobre 17 materias primas.

cual es indicativo de una disminución de la volatilidad aparente (tercer gráfico). Esta reducción de la dispersión es un eco de la disminución del índice de volatilidad del petróleo crudo (VIX) de la bolsa de opciones de Chicago en el segundo trimestre de 2009<sup>3</sup>. En el caso del maíz, la distribución se desplazó ligeramente hacia la izquierda, pero con una dispersión ligeramente inferior, lo cual probablemente refleje una mejora de las condiciones meteorológicas en las regiones que cultivan maíz.

#### Salvedades

La información derivada de los precios de las opciones debe interpretarse con cierta cautela.

<sup>3</sup>Además, las distribuciones son algo menos sesgadas y tienen una cola menos gruesa, aunque las diferencias son marginales.

**Recuadro 1.6 (conclusión)****Funciones de densidad probabilística de los contratos a ocho meses a comienzos de abril, comienzos de agosto y mediados de septiembre de 2009**

Fuentes: Bloomberg Financial Markets; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Revisión de 1995 del índice de Commodity Research Bureau; promedio de los precios de futuros sobre 17 materias primas negociado en la bolsa de comercio de Nueva York.

<sup>2</sup>En el caso del CCI no hay información sobre el contrato (a ocho meses) de marzo de 2010, de modo que para agosto se utilizó el contrato (a siete meses) de febrero de 2010. Al 15 de septiembre no hay información sobre el contrato (a ocho meses) de mayo de 2010, de modo que se utilizó el contrato (a siete meses) de abril de 2010.

Concretamente, como sucede con cualquier otro método, las probabilidades estimadas presumen que los mercados son indiferentes al riesgo. Este método tiende a exagerar la probabilidad de un resultado indeseable si los inversionistas sienten aversión al riesgo. Intuitivamente, un inversionista con aversión al riesgo está dispuesto a pagar una prima más elevada para asegurarse contra un resul-

tado poco probable pero desastroso que un inversionista indiferente al riesgo. Si la probabilidad de ese resultado desastroso se estima presumiendo que el inversionista es indiferente al riesgo y al mismo tiempo se utiliza la prima *efectiva observada* que paga el inversionista con aversión al riesgo, la probabilidad estimada sería más alta que la probabilidad objetiva.

del tipo de cambio efectivo del dólar de EE.UU., en términos tanto nominales como reales<sup>28</sup>. Aunque la dirección de la causalidad quizás sea doble y varíe con el correr del tiempo, según las perturbaciones de base, la correlación negativa encaja con los incentivos de acumulación de existencias de materias primas como forma de cobertura frente a las fluctuaciones del dólar a corto plazo; el efecto del dólar en el poder adquisitivo relativo gana en importancia a más largo plazo.

<sup>28</sup>Véanse el recuadro 1.5 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* y sus referencias.

De acuerdo con las proyecciones, los precios de las materias primas se mantendrán históricamente elevados a mediano plazo. Como consecuencia de la crisis, los precios se colocaron algo por debajo de los máximos de 2008, pero se prevé que la demanda continúe aumentando de manera sólida, dejando atrás los niveles actuales, a medida que siga su curso la industrialización de las economías emergentes y en desarrollo. Para hacer frente a esa demanda se necesitará en algún momento una nueva expansión sustancial de la capacidad en muchos sectores de materias primas, y algunos tendrán que recurrir a fuentes

más costosas. La intensidad de la presión a mediano plazo sobre los precios variará según la materia prima y estará determinada por la velocidad de la acumulación de capacidad y los obstáculos a ese proceso, como se explica más adelante.

### Mercados petroleros

Los precios del petróleo exhibieron una fuerte reacción a la impresión de que lo peor de la recesión mundial había pasado y a los indicios de un repunte de la demanda en China. Tras el mínimo de \$36 el barril registrado el 27 de febrero de 2009, comenzaron a reavivarse en marzo y para mediados de año habían escalado a \$70<sup>29</sup>. Al mismo tiempo, la volatilidad de los precios del petróleo disminuyó a niveles aún algo elevados en comparación con los valores previos a 2008, pero muy por debajo de los valores de crisis posteriores a Lehman.

La fuerte reacción de los precios a los indicios de una reanimación prevista de la actividad concuerda con los patrones observados en otras desaceleraciones mundiales, notablemente la de 2000–01. Sin embargo, en la desaceleración actual, el consumo mundial de petróleo se contrajo mucho más que en las recesiones ocurridas desde comienzos de la década de 1980, en mucho más de 2 millones de barriles diarios (mbd) entre el cuarto trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009 (cuadro 1.4). Las pronunciadas caídas de la demanda se pueden imputar mayormente a las economías avanzadas, sobre todo Estados Unidos y Japón, aunque el crecimiento del consumo de petróleo en las economías emergentes y otras economías desarrolladas también se enfrió y, en algunos casos, entró en terreno negativo en el primer trimestre de 2009.

Frente a tal debilidad de la demanda, la OPEP llevó a cabo una serie de recortes de la producción para apuntalar los precios. Para agosto de 2009, la reducción de la producción de la OPEP respecto del nivel de base de septiembre de 2008 estaba estimada en 2,8 mbd, es decir, alrededor de 70%

de la meta. Este nivel de cumplimiento es más o menos tradicional, aunque el ajuste a la baja de los cupos de producción de la OPEP y de la producción efectiva fue más rápido. Fuera de la OPEP, la producción se mantuvo más o menos estancada durante la contracción. Aunque el exceso de oferta disminuyó en los últimos meses gracias a los recortes de producción de la OPEP, se mantuvo en terreno positivo durante el primer semestre de 2009, y las existencias de la OCDE continuaron aumentando, sobre todo en Estados Unidos.

La evolución de los precios dependerá en parte de la sensibilidad con que la oferta responda a la recuperación de la demanda. Como es poco probable que la oferta fuera de la OPEP repunte sustancialmente, teniendo en cuenta las elevadas tasas de declive en algunos yacimientos maduros extensos, sobre todo en el Mar del Norte y en México, así como la lentitud de la acumulación de capacidad debido a los obstáculos que muchos países le ponen a la inversión, esa respuesta dependerá mayormente de la producción de la OPEP. La experiencia de episodios recientes de recortes deliberados de la producción sugiere que los miembros de la OPEP responderán paulatinamente y con cierta demora al aumento de la demanda y a la creciente presión sobre los precios. De hecho, a juzgar por declaraciones recientes de importantes funcionarios de la organización, los aumentos de producción de la OPEP dependerán de que las existencias de la OCDE se reduzcan sustancialmente a una relación existencias/uso más normal y de que el precio del petróleo se ubique dentro de la banda deseada de \$70–\$80 el barril.

El riesgo de una escalada sostenida de precios a partir de los niveles de mercado actuales durante la recuperación estaría contenido por el abundante exceso de capacidad y los elevados niveles de existencias, a menos que se produjera una variación sustancial de las perspectivas a mediano plazo del mercado petrolero. Los precios ya reflejan un equilibrio algo ajustado entre la oferta y la demanda en el segundo semestre de 2009 y en 2010. La capacidad excedentaria medida no es necesariamente un buen indicador de la escasez efectiva en los mercados petroleros en un momento en que las decisiones sobre la política de pro-

<sup>29</sup>Salvo indicación en contrario, los precios del petróleo se refieren a los precios promedio del petróleo de entrega inmediata del FMI, que es un promedio simple de los precios de las variedades West Texas Intermediate, Brent fechado y Dubai Fateh.

**Cuadro 1.4. Demanda y producción mundial de petróleo por regiones<sup>1</sup>**  
*(Millones de barriles diarios)*

	2008	2009	2010	2008 S2	2009 S1	2003-05 Prom.	Variación porcentual interanual						
							2006	2007	2008	2009 Proy.	2010 Proy.	2008 S2	2009 S1
<b>Demanda</b>													
OCDE <sup>2</sup>	47,6	45,4	45,4	47,0	45,5	1,3	-0,6	-0,7	-3,2	-4,7	0,1	-4,8	-5,5
América del Norte <i>de la cual</i>	24,2	23,1	23,3	23,8	23,2	2,0	-0,8	0,4	-5,1	-4,4	0,8	-6,7	-5,5
Estados Unidos	19,8	18,9	19,1	19,4	19,0	1,7	-0,5	-0,1	-5,9	-4,5	0,9	-3,9	-1,8
Europa	15,3	14,7	14,7	15,5	14,6	0,7	0,1	-2,1	0,0	-4,1	-0,2	-0,6	-4,2
Pacífico	8,1	7,5	7,4	7,8	7,7	0,4	-1,6	-1,0	-3,6	-6,8	-1,7	-7,0	-7,9
No OCDE <i>de la cual</i>	38,7	39,1	40,3	38,7	38,8	4,4	4,0	4,4	3,7	0,9	3,2	2,7	0,2
China	7,9	8,3	8,6	7,9	8,1	10,1	8,3	4,4	4,3	4,6	4,0	3,6	2,5
Otros países de Asia	9,7	9,7	10,0	9,4	9,9	3,2	2,7	5,7	1,3	0,6	2,2	-1,0	0,2
Antigua Unión Soviética	4,2	4,0	4,1	4,2	3,9	1,2	2,9	2,7	1,5	-4,8	3,0	-0,5	-6,6
Oriente Medio	7,1	7,2	7,5	7,3	7,0	4,8	4,4	3,2	8,5	1,5	3,8	10,0	1,2
África	3,2	3,2	3,3	3,2	3,2	4,0	0,5	4,0	3,8	0,5	3,5	3,3	0,9
América Latina	5,9	6,0	6,1	6,0	5,9	2,4	3,4	5,5	3,9	0,7	2,9	2,8	0,6
Mundo	86,3	84,4	85,7	85,7	84,3	2,5	1,2	1,5	-0,2	-2,2	1,5	-1,5	-3,0
<b>Producción</b>													
OPEP (composición actual) <sup>3</sup>	35,9	...	...	35,8	33,5	6,6	0,8	-0,9	3,0	...	...	1,4	-7,1
<i>de la cual</i>													
Arabia Saudita	10,4	...	...	10,4	9,4	7,5	-1,5	-4,4	4,2	...	...	3,0	-9,7
Nigeria	2,2	...	...	2,2	2,1	7,1	-5,2	-4,8	-7,9	...	...	-7,9	-2,3
Venezuela	2,6	...	...	2,6	2,3	1,6	-5,8	-7,8	-1,2	...	...	-2,0	-10,5
Iraq	2,4	...	...	2,4	2,4	2,5	4,9	9,9	14,0	...	...	5,5	-0,8
No OPEP <i>de la cual</i>	50,6	51,0	51,5	50,4	51,0	1,0	1,2	0,8	-0,4	0,7	0,9	-0,5	0,3
América del Norte	13,9	14,0	14,0	13,7	14,0	-0,8	0,8	0,1	-2,5	0,6	0,4	-3,2	-0,5
Mar del Norte	4,3	4,1	3,7	4,3	4,3	-5,7	-7,6	-5,0	-5,1	-6,6	-9,5	-4,5	-2,6
Rusia	10,0	10,1	10,2	10,0	10,0	7,7	2,2	2,4	-0,8	1,3	0,4	-0,7	0,7
Otros países de la antigua Unión Soviética <sup>4</sup>	2,8	3,0	3,3	2,7	2,9	7,7	3,9	12,1	2,6	9,5	8,3	-1,4	2,3
Otros países no OPEP	19,6	19,8	20,3	19,7	19,7	1,0	18,6	0,6	2,1	1,0	2,5	2,7	1,0
Mundo	86,5	...	...	86,1	84,5	3,2	1,0	0,1	1,0	...	...	0,3	-2,8
<b>Demanda neta<sup>5</sup></b>	-0,2	...	...	-0,5	-0,2	-0,6	-0,4	1,0	-0,3	...	...	-0,5	-0,2

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, *Oil Market Report*, agosto de 2009; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los totales se refieren a un total de petróleo crudo, condensados, LGN y petróleo de fuentes no convencionales.

<sup>2</sup>OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

<sup>3</sup>OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo. Incluye Angola (que ingresó en enero de 2007) y Ecuador (reincorporado a la OPEP en noviembre de 2007, tras haber suspendido su pertenencia desde diciembre de 1992 hasta octubre de 2007).

<sup>4</sup>Los otros países de la antigua Unión Soviética comprenden Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.

<sup>5</sup>Diferencia entre demanda y producción.

ducción están orientadas al precio. Sin embargo, la capacidad excedentaria actual —que en agosto de 2009 estaba estimada en alrededor de 6½ mbd, de los cuales alrededor de 3½ mbd correspondían a Arabia Saudita— es el doble del promedio de la última década y aumentará como consecuencia de la expansión de capacidad ya anunciada por

Arabia Saudita, de aproximadamente 1–1,5 mbd para fines de 2009 (gráfico 1.18). La abundancia de capacidad excedentaria representa un lastre para los miembros que hace poco incrementaron la capacidad a un costo elevado y multiplicará los incentivos de aumento de la producción en un ambiente de precios en alza.

A mediano plazo, las perspectivas de los precios del petróleo y los riesgos de una nueva escalada de precios dependerán de que se mantenga un equilibrio sostenible entre la oferta y la demanda. La demanda de petróleo retomará una senda de crecimiento vigoroso en las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas, pero se mantendría moderada en las economías avanzadas. Del lado de la oferta, preocupa la posibilidad de que la expansión de capacidad continúe siendo anémica, como en 2005–08. La crisis financiera y el declive de los precios del petróleo el año pasado ya obligaron a postergar o suspender algunos proyectos. Sin embargo, los reveses que sufrió la expansión de la capacidad como consecuencia de la recesión probablemente sean pasajeros. Los precios del petróleo ya recuperaron parte del terreno perdido en 2008 y ahora se encuentran muy por encima del promedio de la última década. Los costos de la inversión petrolera también bajaron en los últimos trimestres, lo cual estimularía la exploración y el desarrollo.

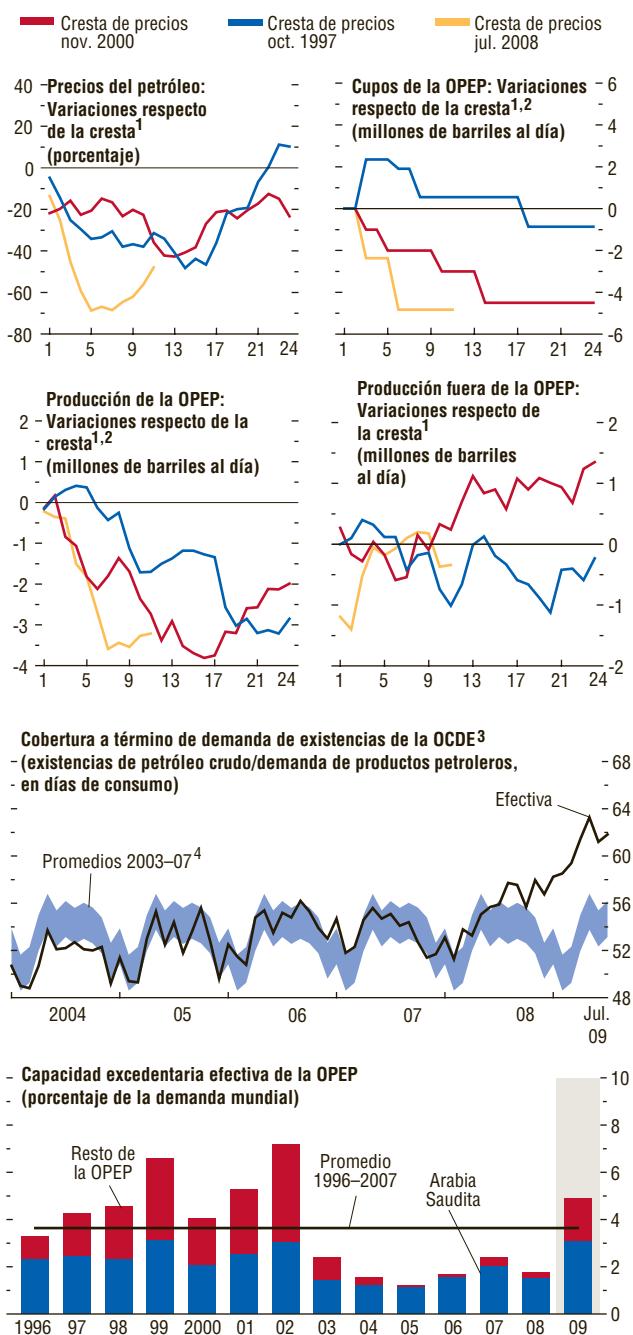
Sin embargo, las principales preocupaciones en el ámbito de la oferta aún tienen que ver con los regímenes de inversión petrolera y las limitaciones geológicas y técnicas. Primero, el empeoramiento de los incentivos generados por los regímenes de inversión de algunos países productores siguen siendo motivo de inquietud<sup>30</sup>. Segundo, los nuevos yacimientos son más pequeños y presentan mayores dificultades tecnológicas y geológicas, y las tasas de declive de muchos yacimientos en servicio aumentaron más de lo esperado. Como resultado, se necesita más inversión simplemente para mantener la capacidad actual.

### Metales

Tal como sucedió en la generalidad de los mercados de materias primas, los precios de la mayoría de los metales repuntaron en el segundo trimestre de 2009. Para fines de julio, el índice diario de metales elaborado por el FMI había aumentado casi 60% en comparación con el mínimo del año, liderado por el cobre, el pl-

<sup>30</sup>Véase el recuadro 1.5 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

**Gráfico 1.18. Evolución del mercado mundial de la energía**



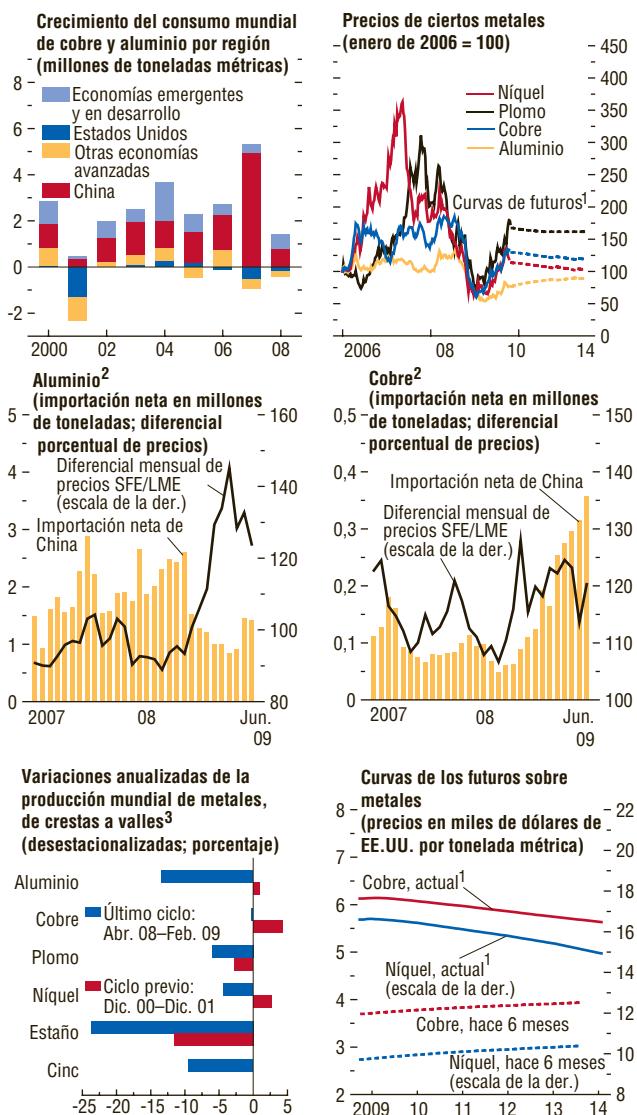
Fuentes: Sistema de precios de productos primarios del FMI; Agencia Internacional de Energía; Administración de Información Energética de Estados Unidos; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Los meses transcurridos desde la cresta de precios figuran en el eje de la abscisa.

<sup>2</sup> Consumo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en el mes de la cresta de precios.

<sup>3</sup> OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

<sup>4</sup> La banda está basada en promedios de cada mes civil durante 2003–07 y un intervalo de confianza de 40% basado en las desviaciones durante ese período.

**Gráfico 1.19. Evolución de los mercados de metales**

Fuentes: Bloomberg Financial Markets; World Bureau of Metal Statistics; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Precios al 15 de septiembre de 2009.

<sup>2</sup>LME: Bolsa de metales de Londres; SFE: Bolsa de futuros de Shanghái.

<sup>3</sup>Los valores y las crestas se basan en la producción industrial mundial ponderada según la paridad del poder adquisitivo.

mo y el níquel (panel superior derecho del gráfico 1.19). Además de la mejora de las perspectivas económicas y financieras mundiales a corto plazo, que produjo una viva reacción de los precios de los metales básicos sensibles al ciclo económico, entraron en juego factores específicos.

### Retracción de la oferta

Cuando los precios de los metales se acercaron a los costos marginales o se ubicaron por debajo de ese nivel, grandes productores de metales comenzaron a recortar la producción para reducir los costos. De hecho, a diferencia de lo sucedido en la desaceleración mundial de 2001, cuando la producción de metales se desplazó lateralmente pese a la fuerte caída de la demanda, esta vez los recortes de la oferta fueron rápidos y mucho más notables (gráfico 1.19). La producción mundial de algunos metales primordiales —aluminio, estaño y cinc, por ejemplo— retrocedió alrededor de 10% o más (tasa anual desestacionalizada) entre abril de 2008 y febrero de 2009, cuando la producción industrial mundial se estaba contrayendo.

### Reposición en China

Como parte del programa de estímulo fiscal de China, la Oficina de Reserva Estratégica comenzó a incrementar las existencias para respaldar los altos hornos y las refinerías nacionales. La demanda privada de metales en China también comenzó a avanzar, gracias al repunte de la producción industrial. Ese movimiento, sumado al creciente diferencial de precios entre la bolsa de futuros de Shanghái y la bolsa de metales de Londres, estimuló la importación neta de China (paneles intermedios e inferiores del gráfico 1.19).

El ímpetu generado por la reposición en China será pasajero y las perspectivas de los precios de los metales dependerán de la velocidad de recuperación de la actividad en China y del ritmo de la reactivación en el resto del mundo. Como en el caso del petróleo, buena parte de la recuperación de la demanda de metales ya está reflejada en los precios, y en este momento parece poco probable que se repitan los fuertes

aumentos de los precios a corto plazo, debido al exceso sustancial de capacidad.

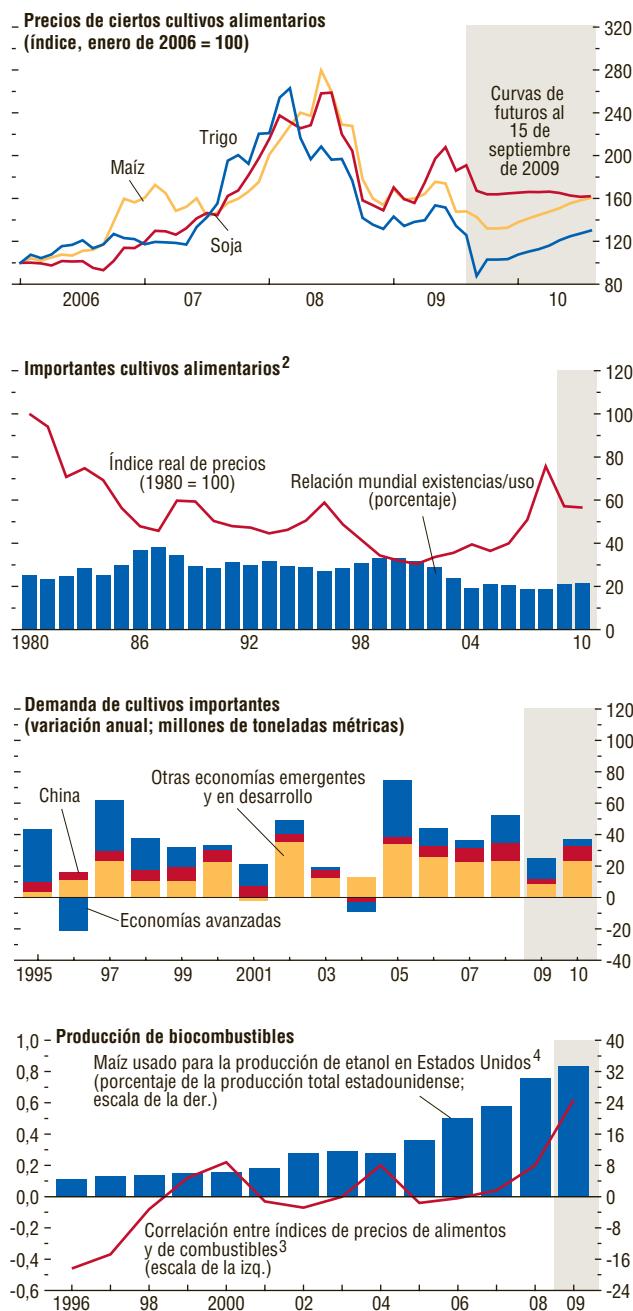
### Alimentos

Ante los indicios de mejora de las condiciones económicas y financieras en marzo, los precios de los alimentos experimentaron un alza generalizada, aunque ligera. Sin embargo, debido a factores específicos —la estabilización de las condiciones meteorológicas y la ampliación de la superficie de cultivo de algunos productores importantes—, recientemente se registraron amplias divergencias entre las variaciones de precios de los principales cultivos mundiales. El índice global de precios de los alimentos subió 15% en el curso de los siete primeros meses de 2009, pero los precios del maíz bajaron 5%, y los de la soja, escalaron 20%. El maíz se vio afectado por la demanda decreciente para usos industriales, como etanol, pero las proyecciones de la cosecha de 2009–10 son más elevadas.

A juzgar por los precios de los futuros, los precios de los alimentos aumentarían paulatinamente mientras la economía mundial se recupera. La demanda es relativamente insensible al ciclo económico, en comparación con otras materias primas, y se prevé que las próximas cosechas sean más bien abundantes, si bien existe la posibilidad de que el fenómeno El Niño afecte a la producción de ciertos cultivos, sobre todo la soja, hasta 2010 (primer panel del gráfico 1.20).

Ahora bien, los precios también están rodeados de riesgos al alza. El equilibrio entre la oferta y la demanda agrícola sigue siendo relativamente ajustado; de acuerdo con las previsiones, la relación mundial existencias/uso de los principales cultivos de maíz, arroz, soja y trigo permanecerá por debajo del promedio de las últimas décadas (segundo panel del gráfico 1.20). Las bajas relaciones de existencias son en parte resultado de la demanda de alimentos de las economías emergentes, que subió con rapidez en 2001–07 (tercer panel del gráfico 1.20). La reanimación del crecimiento de estas economías en los años venideros mantendrá ajustados los equilibrios en el mercado, y el riesgo es que la volatilidad de los precios de los alimentos observada en la última década, más o menos, continúe intensificándose (véase el recuadro 1.7).

**Gráfico 1.20. Evolución reciente de los mercados de importantes cultivos alimentarios<sup>1</sup>**



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los cultivos alimentarios importantes son trigo, maíz, arroz y soja.

<sup>2</sup>Las proyecciones para 2009 y 2010 proceden del Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

<sup>3</sup>Período móvil de 36 meses de variaciones de precios mensuales.

<sup>4</sup>Se refiere a los años de comercialización (por ejemplo, 2009 se refiere al período entre septiembre de 2009 y agosto de 2010).

### Recuadro 1.7. ¿A qué se debe el aumento de la volatilidad de los precios de los alimentos?

El marcado vaivén que registraron los precios de los alimentos en el período 2005–08 estuvo vinculado a un aumento significativo de la volatilidad de los precios. En el índice de precios de los alimentos elaborado por el FMI, la volatilidad realizada —medida según la desviación estándar anualizada de las variaciones de precios mensuales— subió de alrededor de 8% en el transcurso de la década hasta 2007 a más de 22% desde 2008 (primer panel del primer gráfico). Aunque es más baja que la de otras materias primas, la volatilidad de los precios de la mayoría de los cultivos importantes durante este último período llegó a máximos no observados nunca, o al menos en varias décadas.

Este recuadro muestra que la volatilidad de los precios reales a largo plazo —una variabilidad que, según las previsiones, será dominante en promedio a plazos muy largos— aumentó en la mayoría de los cultivos importantes durante los últimos años<sup>1</sup>. Los precios de los alimentos determinados por el mercado siempre estarán sujetos a variabilidad a corto plazo porque las condiciones meteorológicas y las plagas afectan a las cosechas y no es mucho lo que pueden hacer las políticas para suavizar esos efectos. A más largo plazo, más allá de la próxima cosecha, otros factores podrían ejercer efectos más persistentes en la volatilidad a más largo plazo. Este recuadro aborda cuatro de esos factores: la volatilidad de la inflación estadounidense y del tipo de cambio del dólar de EE.UU., la volatilidad de la actividad económica mundial y las variaciones de los volúmenes de negociación de los mercados de futuros. Es posible que los efectos indirectos de la volatilidad de los precios de la energía recién hayan comenzado a ejercer una influencia significativa.

Los efectos macroeconómicos de la elevada volatilidad de los precios de los alimentos pueden ser extensos, sobre todo cuando la intensificación persiste durante períodos largos. Los

efectos directos se hacen sentir en la balanza de pagos de importadores y exportadores, en la inflación y en los niveles de pobreza, ya que los alimentos pueden representar una gran proporción del gasto de consumo de los países de bajo ingreso. La volatilidad también puede complicar la respuesta de los gobiernos, ya que repercute en los presupuestos, y en las decisiones de planificación de productores, procesadores y consumidores de alimentos.

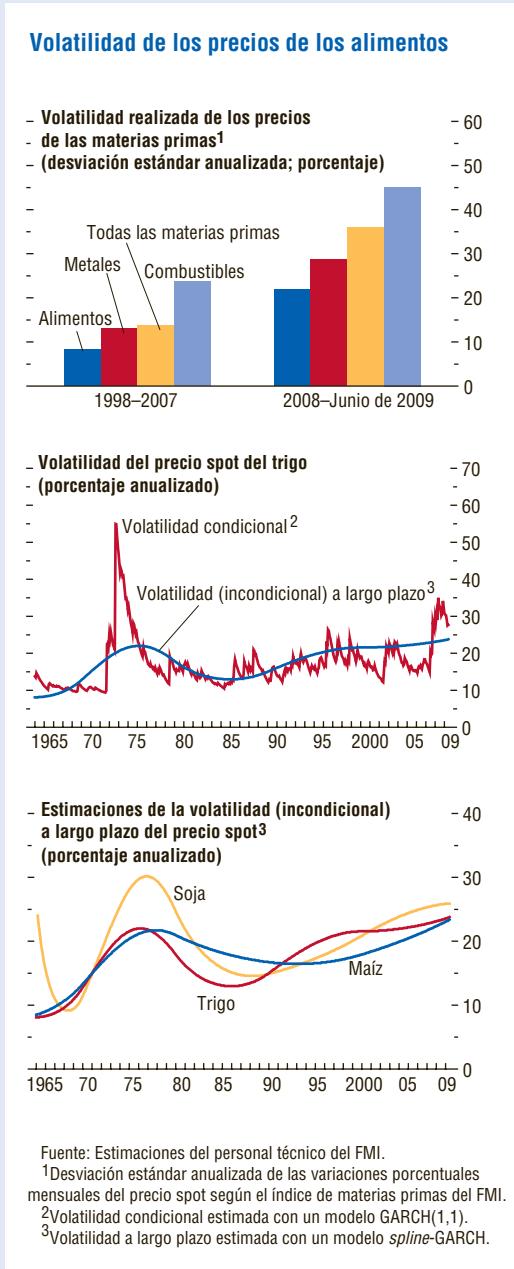
#### *Estimación de la volatilidad a largo plazo de los precios de los alimentos*

Casi todos los métodos de estimación de la volatilidad de los precios presumen que el nivel a largo plazo de la variación (conocido como volatilidad incondicional) es constante, una presunción restrictiva que tiene en cuenta los desplazamientos de la volatilidad de los precios de las materias primas en horizontes largos. Una alternativa, planteada por Engel y Rangel (2008), es aceptar variaciones paulatinas de la volatilidad a largo plazo con el correr del tiempo<sup>2</sup>. Aplicando este método a seis cultivos importantes —aceite de palma, arroz, azúcar, maíz, soja y trigo—, se observa que aunque la volatilidad a largo plazo de los precios reales se mueve de manera mucho más gradual que la volatilidad total (que incluye factores estacionales), en los últimos años aumentó (segundo panel, que muestra el trigo como ejemplo). En el caso del arroz, el aumento fue pequeño, pero en el de las otras cinco materias primas la volatilidad a largo plazo estimada en términos anualizados aumentó entre 7 y 13 puntos porcentuales entre mediados de la década de 1990 y junio de 2009, y ahorraba desde 23% hasta 26% en el caso del maíz, la soja y el trigo, las materias primas más comerciadas (tercer panel). En la mayoría de los cultivos, estos aumentos reflejan una intensificación sostenida de la variabilidad de los precios reales que comenzó antes del último auge y colapso.

El autor de este recuadro es Shaun Roache.

<sup>1</sup>Los precios de las materias primas alimentarias están denominados en dólares de EE.UU. y en este análisis se deflactaron aplicando el índice de precios al consumidor estadounidense.

<sup>2</sup>Este modelo utiliza un enfoque paramétrico —un *spline* cuadrático exponencial— para generar una curva suave que describe la volatilidad a largo plazo basada exclusivamente en datos.



#### Factores que influyen en la volatilidad incondicional

Otros estudios mencionan una variedad de factores que podrían influir en la volatilidad a largo plazo de los precios de los alimentos. Segundo varios modelos que plantean la importancia del nivel de existencias, los períodos de existen-

cias bajas exhibirían una volatilidad más aguda porque los participantes en el mercado reaccionan con rapidez a las perspectivas de escasez física. Otra posibilidad es que influyan factores macroeconómicos como el nivel y la volatilidad de la inflación estadounidense, las tasas de interés real estadounidenses y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. A menudo se considera que las materias primas son depósitos de riqueza, y hay más incentivos para acumularlas —en forma de activos financieros o de existencias— cuando hay inflación y los costos de financiamiento de las existencias (las tasas de interés) son más bajos<sup>3</sup>. El tipo de cambio puede afectar a los precios a través de una serie de canales; entre ellos, el poder adquisitivo internacional y el efecto en los márgenes de los productores cuyos costos no están denominados en dólares de EE.UU. Las variaciones de la actividad económica mundial influyen en la demanda de materias primas, y la volatilidad de la demanda probablemente repercuta en la volatilidad de los precios de los alimentos. La volatilidad de los precios del petróleo crudo posiblemente entre en juego debido al impacto en los costos de los insumos y, en los últimos tiempos, en la demanda de cultivos alimentarios como biocombustibles. La volatilidad internacional de los mercados de valores podría ejercer influencia como barómetro de la aversión de los inversionistas al riesgo y de la incertidumbre. La actividad de los mercados de futuros, tal como las variaciones de los volúmenes de interés abierto y de negociación (medidas en términos porcentuales para eliminar las tendencias) también puede impactar en la variabilidad, sobre todo si los nuevos participantes en el mercado siguen estrategias de inversión oportunista y amplifican las fluctuaciones de los precios<sup>4</sup>.

<sup>3</sup>La inflación estadounidense ocupa un lugar preponderante porque los precios de la mayoría de las materias primas se fijan en dólares de EE.UU.

<sup>4</sup>Todas las variables se sometieron a prueba para evaluar la endogeneidad. Únicamente el interés abierto presenta endogeneidad en la mayoría de las materias primas. Se volvieron a ejecutar todas las regresiones utilizando rezagos como instrumentos del interés abierto y los resultados no fueron cualitativamente diferentes.

### Recuadro 1.7 (*conclusión*)

El estudio también incluye un indicador del efecto meteorológico El Niño porque algunos estudios muestran que tiene una influencia significativa en los precios de las materias primas (Brunner, 2002)<sup>5</sup>. Un factor importante ausente de este análisis es el impacto de la política agrícola, que es relevante para algunos cultivos durante ciertos períodos pero difícil de medir.

Para evaluar la importancia de estos factores, se estimó la volatilidad a largo plazo de los precios reales de los alimentos como funciones de esos factores utilizando datos de los años de cosecha entre 1968 y 2008. Los resultados identificaron cuatro factores que ejercen una influencia significativa en la volatilidad a largo plazo<sup>6</sup>. La volatilidad de la inflación estadounidense tiene un efecto profundo y quizás refleje la función de las materias primas como depósito de riqueza. Por ejemplo, un aumento de una desviación estándar de la volatilidad de la inflación anualizada (aproximadamente 70 puntos básicos) incrementa la volatilidad a largo plazo de los precios reales de los alimentos entre 3 y 7 puntos porcentuales, según la materia prima. El aumento de la variabilidad de la actividad econó-

<sup>5</sup>Para tener en cuenta el impacto de los desplazamientos periódicos de los patrones meteorológicos mundiales causados por las oscilaciones de la presión atmosférica del océano Pacífico y el efecto resultante de El Niño, se incluyen como variables explicativas las anomalías de la temperatura de la superficie marina ocasionadas por el índice de oscilación meridional y El Niño Región 3.4 medidas por la U.S. National Oceanic and Atmospheric Administration.

<sup>6</sup>Se calcularon dos grupos de regresiones. Primero, para todas las materias primas con un solo factor. Segundo, para todas las materias primas con todos los factores. Esta segunda regresión impuso restricciones tales que los coeficientes de todos los factores eran iguales en todas las materias primas, a excepción de los indicadores de inflación, en tanto que los coeficientes de la volatilidad de los precios del petróleo, los precios de los mercados de valores y el interés abierto equivalían a cero, valores aceptados por las pruebas de las relaciones de probabilidad logarítmica. Se excluyó el arroz del análisis porque su comportamiento es significativamente diferente del de todas las demás materias primas. El nivel de inflación estadounidense es sumamente significativo solamente para el azúcar.

mica mundial, medida según un índice de costos de envío reales elaborado por Kilian (2009), produce más volatilidad en los precios de los alimentos, lo cual pone de relieve el impacto duradero de la evolución de la demanda<sup>7</sup>. La volatilidad del dólar de EE.UU. es significativa, pero únicamente después de neutralizar la influencia de la tasa de interés real, ya que las dos variables son sumamente colineales<sup>8</sup>. De los indicadores del mercado financiero, solo fue significativa la variación de los volúmenes de negociación; un nivel más elevado de actividad en los mercados de futuros agudiza la volatilidad de los precios reales. Sin embargo, el efecto es pequeño; por ejemplo, el aumento promedio de 68% de los volúmenes a lo largo de 2008 conduciría a un aumento de la volatilidad a largo plazo de menos de 1½ puntos porcentuales.

En resumen, parecería que las variaciones de algunas variables macroeconómicas y financieras pueden tener un impacto duradero en la volatilidad de los precios de los alimentos. Otros factores incluidos en el estudio, como la oscilación meteorológica El Niño y las existencias, parecen tener apenas efectos efímeros. En cuanto a las dos fuentes de volatilidad potenciales que captaron la atención en los últimos tiempos —la especulación financiera y los precios del petróleo—, hay menos indicios de efectos significativos. Sin embargo, en el caso de los precios de la energía, el proceso de vinculación quizás se encuentre en una etapa inicial y la influencia de los bio-combustibles podría reforzar este mecanismo de transmisión de la volatilidad en el futuro.

<sup>7</sup>Como lo señala Kilian (2009), se obtiene así un indicador directo de la actividad económica mundial que no requiere ponderaciones según el tipo de cambio y agrega la actividad de todos los países, incorporando las variaciones de la composición del producto real y las variaciones de la propensión a importar materias primas industriales por cada unidad determinada del producto real. Los niveles de actividad también influyen, pero el signo cambia según la estimación, lo cual les resta robustez a los resultados.

<sup>8</sup>La variable del tipo de cambio era un residuo de una regresión MCO de variaciones logarítmicas mensuales sobre tasas de interés real.

Otro riesgo es el encarecimiento de la energía, sobre todo teniendo en cuenta que los precios del petróleo continúan muy por encima de los medios de la década. El avance de los precios de la energía encarecerá la actividad agrícola a través de los precios de los insumos combustibles y los fertilizantes. Un efecto indirecto del alza de los precios del petróleo es que promueve la desviación de los cultivos alimentarios hacia la producción de biocombustibles. La superficie dedicada a la producción de biocombustibles aumentó significativamente en los últimos años como consecuencia de la carestía del petróleo y, sobre todo en el caso de las economías avanzadas, de incentivos oficiales. En Estados Unidos, el abaratamiento del petróleo provocó una fuerte caída de los márgenes de refinamiento de etanol y la consolidación de la industria. Sin embargo, el Departamento de Agricultura estadounidense proyecta que la proporción de la producción nacional de maíz utilizada para etanol aumentará en 2009–10, aunque a un ritmo inferior al proyectado en 2008 (cuarto panel del gráfico 1.20). Estas vinculaciones incipientes con los biocombustibles se tradujeron en un aumento de la correlación entre los precios de los alimentos y de la energía, y aunque estos precios quizás se vieron exacerbados por los efectos de la extrema volatilidad de 2008 probablemente sigan siendo más altos que en el pasado.

## Referencias

- Aliche, Ali, Charles Freedman, M. Johnson, Ondra Kamenik, Turgut Kisimbay, Douglas Laxton, Kevin Clinton y Huigang Chen, 2009, “Inflation Targeting under Imperfect Policy Credibility”, IMF Working Paper 09/94 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Annett, Anthony, 2006, “Enforcement and the Stability and Growth Pact: How Fiscal Policy Did and Did Not Change under Europe’s Fiscal Framework”, IMF Working Paper 06/116 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bahra, Bhupinder, 1997, “Implied Risk-Neutral Probability Density Functions from Option Prices: Theory and Application”, Bank of England Working Paper No. 66 (Londres).
- Balakrishnan, Ravi, Stephan Danninger, Selim Elekdag e Irina Tytell, 2009, “The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies”, IMF Working Paper 09/133 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco de Pagos Internacionales (BPI), 1999, “Estimating and Interpreting Probability Density Functions”, actas de un seminario del 14 de junio de 1999 (Basilea, Suiza). <http://www.bis.org/publ/bisp06.htm>.
- Benes, J., K. Clinton, R. García-Saltos, M. Johnson, D. Laxton y T. Matheson, de próxima publicación, “The Global Financial Crisis and Its Implications for Potential Output”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blanchard, Olivier, y Justin Wolfers, 2000, “The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence”, *Economic Journal*, vol. 110, págs. 1–33.
- Brunner, Allan D., 2002, “El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 84, No. 1, págs. 176–83.
- Bruno, Michael, y Jeffrey D. Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag y Subir Lall, 2009, “Financial Stress, Downturns, and Recoveries”, IMF Working Paper 09/100 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cheng, Kevin, de próxima publicación, “The Information Content Embedded in Future Options of Commodities and Other Assets—A New Framework to Estimate the Probability Density Functions”, IMF Working Paper (Washington, Fondo Monetario Internacional).
- Čihák, Martin, Wim Fonteyne, Thomas Harjes, Emil Stavrev y Erlend Nier, 2009, *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/224 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Collyns, Charles, Deniz Igan y Prakash Loungani, 2009, “House Prices: Global Correction, Local Consequences” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Comisión Europea, 2009, “Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008–2060)”, *European Economy*, vol. 2.
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Elekdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, "Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart", IMF Working Paper 09/178 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Engle, Robert F., y José Gonzalo Rangel, 2008, "The Spline-GARCH Model for Low-Frequency Volatility and Its Global Macroeconomic Causes", *Review of Financial Studies*, vol. 21, No. 3, págs. 1187–22.
- Estevão, Marcello M., 2005, "Product Market Regulation and the Benefits of Wage Moderation", IMF Working Paper 05/191 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Feinman, Joshua N., 1993, "Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 79, págs. 569–89.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 1987, *Report on the World Current Account Discrepancy* (Washington).
- , 2006, "Euro Area Policies", IMF Country Report No. 06/287 (Washington).
- , 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, octubre).
- , 2009a, *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks* (Washington, abril).
- , 2009b, "Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Tale of Two Regions", en *Canada: Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/163 (Washington).
- Freund, Caroline, 2009, "The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence", World Bank Policy Research Working Paper No. 5015 (Washington: Banco Mundial).
- Horton, Mark, Manmohan Kumar y Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor", IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Igan, Deniz, y Marcelo Pinheiro, 2009, "Exposure to Real Estate Losses: Evidence from the U.S. Banks", IMF Working Paper 09/79 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Jarocinski, Marek, y Frank R. Smets, 2008, "House Prices and the Stance of Monetary Policy", Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, vol. 90, No. 4, págs. 339–66.
- Kilian, Lutz, 2009, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, vol. 99, No. 3, págs. 1053–69.
- Klyuev, Vladimir, Phil de Imus y Krishna Srinivasan, de próxima publicación, "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Layard, Richard, Stephen Nickell y Richard Jackman, 1991, *Unemployment* (Oxford: Oxford University Press).
- Lipsey, Robert, 2009, "Measuring International Trade in Services", en *International Trade in Services and Intangibles in the Era of Globalization*, Marshall Reinsdorf y Matthew Slaughter, compiladores (Chicago: University of Chicago Press).
- Márquez, Jaime, y Lisa Workman, 2001, "Modeling the IMF's Statistical Discrepancy in the Global Current Account", *IMF Staff Papers*, vol. 48, No. 43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- McAndrews, James, Asani Sarkar y Zhenyu Wang, 2008, "The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate", Staff Reports No. 335 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal).
- Meier, André, 2009, "Panacea, Curse, or Nonevent: Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom", IMF Working Paper 09/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos, 2005, "Menu of Social Security Options" (Washington). [www.cbo.gov/doc.cfm?index=6377](http://www.cbo.gov/doc.cfm?index=6377).
- Oksanen, Heikki, 2009, "Setting Targets for Government Budgets in the Pursuit of Intergenerational Equity", *Economic Papers 2009*, No. 358 (Bruselas: Comisión Europea).
- Romer, Christina, y David Romer, 1989, "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz", en *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 4, Olivier Jean Blanchard y Stanley Fischer, compiladores (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John, 2009, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper No. 14631 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., y John C. Williams, 2009, "A Black Swan in the Money Market", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, No. 1, págs. 58–83.
- Ter-Minassian, Teresa, y Manmohan Kumar, 2008, "Promoting Fiscal Discipline" (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Trichet, Jean-Claude, 2009, "The ECB's Enhanced Credit Support", discurso pronunciado en la Universidad de Munich, 13 de julio (Fráncfort: Banco Central Europeo). [www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html).

*La economía mundial se encuentra al parecer, a las puertas de la recuperación. Las economías avanzadas, que se vieron particularmente afectadas por crisis financieras y el desplome del comercio mundial, muestran señales de estabilización, impulsadas principalmente por la respuesta sin precedentes en materia de políticas públicas. Sin embargo, la forma adoptada por la recuperación variará según las economías: es probable que sea más débil en las que sufrieron crisis financieras que en aquellas afectadas principalmente por el derrumbe de la demanda mundial. El restablecimiento de las economías emergentes y de otras economías en desarrollo está encabezado por el resurgimiento asiático, en particular de China e India, alimentado por el estímulo aplicado en materia de política económica y la inflexión registrada en el ciclo manufacturero mundial. Otras economías emergentes se ven beneficiadas por el aumento del precio de las materias primas, así como por los marcos de política económica más sólidos que en crisis anteriores. No obstante, es probable que la recuperación de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) y los países europeos emergentes sea difícil, especialmente para las economías más afectadas por la marcada caída de los flujos de capitales y la turbulencia que atraviesa el sector financiero nacional.*

### **La economía de Estados Unidos se estabiliza a medida que la crisis amaina**

La economía de Estados Unidos muestra crecientes señales de estabilización. Durante el primer semestre de 2009, el producto disminuyó sensiblemente y la tasa de desempleo creció a un nivel no registrado desde principios de los años ochenta. Sin embargo, la intervención sin precedentes en materia monetaria, financiera y de política fiscal está contribuyendo a estabilizar el gasto de los consumidores, del mercado financiero y el de la vivienda, lo que indica una reanudación moderada del crecimiento en el segundo semestre de 2009 (gráfico 2.1).

La situación financiera mejoró bastante más de lo pronosticado en la edición de abril de 2009 de

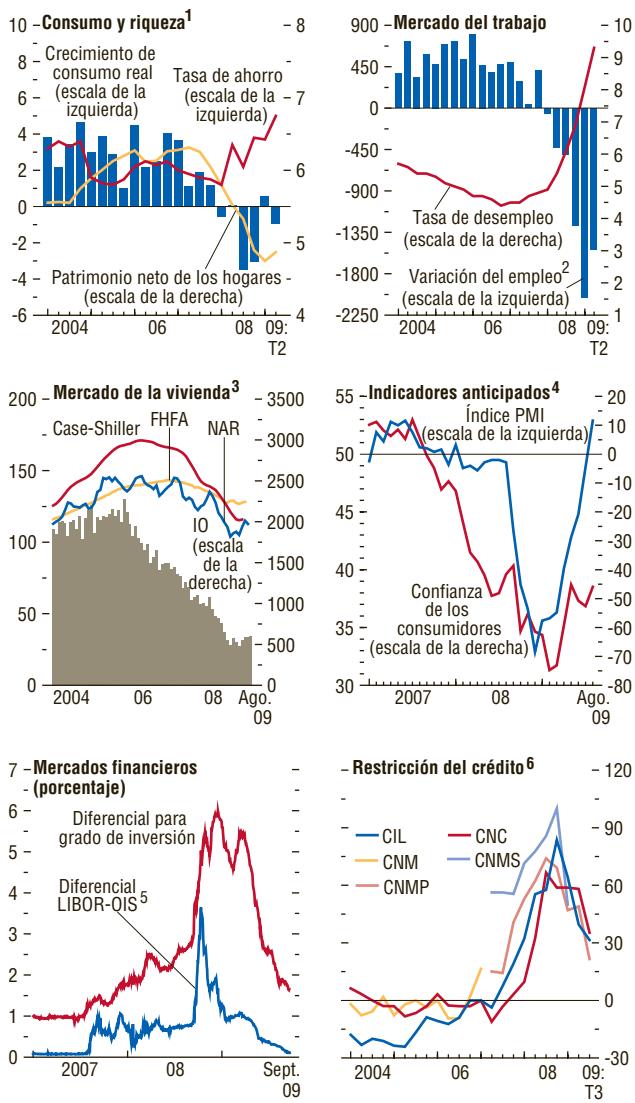
*Perspectivas de la economía mundial.* El diferencial interbancario casi llegó a alcanzar su nivel anterior a la crisis y el mercado de valores repuntó, aunque se mantiene muy por debajo de sus máximos previos. Las emisiones corporativas de alta calidad se recuperaron y los diferenciales de los bonos corporativos e hipotecarios se redujeron considerablemente, en parte como reflejo de las cuantiosas compras de valores con respaldo hipotecario que hizo la Reserva Federal de Estados Unidos. El aspecto negativo es que, si bien la línea de préstamos a plazo para valores respaldados por activos (Term Asset Loan Facility) contribuyó en alguna medida a reanudar la titulización del mercado de crédito al consumidor y la pequeña empresa, la actividad de titulización en su conjunto aún es escasa. Asimismo, se mantiene la dificultad de acceso al crédito de muchos hogares y empresas, y las normas crediticias de los bancos se siguen endureciendo, aunque a un ritmo más lento.

En cuanto a los bancos, los resultados del programa SCAP (programa de supervisión de evaluación del capital) divulgados en mayo reafirmaron la confianza de los inversionistas y, posteriormente, muchos bancos captaron capital por medio de acciones ordinarias emitidas en bolsa y emitieron deuda no garantizada. Los resultados del segundo trimestre de 2009 superaron las expectativas (si bien ello se debe en parte al aumento repentino y temporal de los ingresos por seguros), aun cuando la provisión para pérdidas en la mayoría de las clases de activos siguió aumentando ante la probabilidad de que el desempeño crediticio se mantenga en la senda del deterioro.

Los datos sobre el producto confirman que la economía se estabiliza, con una estimación preliminar para el segundo trimestre de 2009 de una reducción del PIB de solo un 1% (tasa anual desestacionalizada), lo que representa una mejora considerable frente a la caída del 6,4% registrada durante el primer trimestre. Sin embargo, la tasa de ahorro sigue trepando mientras cae la

### Gráfico 2.1. Estados Unidos: Indicios de estabilización

Aunque se ha destruido riqueza en una magnitud importante y ha aumentado el desempleo, se observan indicios de que el mercado de la vivienda se está estabilizando y las condiciones en los mercados de crédito se normalizan.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> El crecimiento anualizado intertrimestral del consumo real y la tasa de ahorro se expresan en porcentaje; el patrimonio neto de los hogares es una razón del ingreso disponible.

<sup>2</sup> Variación trimestral del total de las nóminas no agrícolas, en miles.

<sup>3</sup> Índice: Enero de 2002 = 100; Índice compuesto Case-Schiller de 20 zonas metropolitanas; Federal Housing Finance Agency (FHFA) es el organismo federal de financiamiento de la vivienda; National Association of Realtors (NAR) es la asociación nacional de agentes inmobiliarios.

<sup>4</sup> Índice PMI (manufacturing purchasing managers composite index): Índice de gestión de compras de manufacturas. Los valores positivos representan el nivel de optimismo en el índice de confianza de los consumidores.

<sup>5</sup> El diferencial LIBOR-OIS es la diferencia entre la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) a tres meses y la tasa a tres meses de swaps sobre índices a un día.

<sup>6</sup> Todas las series se obtuvieron de la encuesta Senior Loan Officer Survey. CIL: Bancos que restringen los préstamos comerciales e industriales dirigidos a las empresas grandes; CNC: Bancos que endurecen las normas de crédito de las tarjetas de crédito de consumo; CNM: Bancos que endurecen las normas de crédito de las hipotecas para personas físicas; CNMS: Bancos que endurecen las normas de crédito de las hipotecas de alto riesgo para personas físicas; CNMP: Bancos que endurecen las normas de crédito de las hipotecas de primera calidad para personas físicas.

inversión de las empresas. En los últimos trimestres, debido al desplome de la demanda en el resto del mundo, el aporte de las exportaciones fue negativo, lo que se compensó con creces con la reducción de las importaciones. En el segundo trimestre, el gasto federal y de los estados intervino en forma positiva, lo que refleja el efecto del estímulo fiscal.

Para 2009 se proyecta una contracción de la economía estadounidense del 2¾%, principalmente debida a la fuerte contracción registrada en el primer semestre (cuadro 2.1). En el segundo semestre de 2009 se espera que el crecimiento devenga positivo como reflejo del sostenido impulso fiscal y una inflexión en el ciclo de las existencias y de la vivienda. No obstante, si bien en los últimos meses la situación financiera mejoró bastante, los mercados siguen atravesando dificultades, factor que pesará sobre la inversión y el consumo. Sumado al efecto del alza del desempleo, la naturaleza temporal del estímulo fiscal y el crecimiento tenue de las economías de los socios comerciales, el crecimiento seguirá lento, alcanzando el 1½% para todo 2010. Para el segundo semestre de 2010 se espera que el desempleo alcance su nivel máximo y supere el 10%, mientras la creciente falta de dinamismo de la economía debería mantener la inflación subyacente por debajo del 1% durante la mayor parte del año próximo.

Dada la magnitud de los shocks y el turbio panorama que se presenta para el resto del mundo, subsiste una considerable incertidumbre en torno a las perspectivas a corto plazo. El aspecto positivo es que la firme respuesta de política económica y la rápida recuperación de los mercados emergentes podrían dar origen a un círculo virtuoso de crecimiento de la confianza, mejora de la situación financiera y fuerte crecimiento de la demanda agregada. Pero los riesgos de deterioro, aunque decrecientes, siguen siendo motivo de preocupación. En particular, el carácter sostenido de la reducción del endeudamiento de los hogares y el crecimiento del desempleo pueden pesar más sobre el consumo de lo pronosticado, y la aceleración del incumplimiento de los bienes inmobiliarios comerciales y corporativos podría desacelerar la mejora de la situación financiera.

**Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor y desempleo en las economías avanzadas**  
*(Variación porcentual anual y porcentaje de la población activa)*

	PIB real				Precios al consumidor				Desempleo			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,7	1,5	2,9	3,8	-0,4	1,7	4,6	5,8	9,3	10,1
Zona del euro <sup>1</sup>	2,7	0,7	-4,2	0,3	2,1	3,3	0,3	0,8	7,5	7,6	9,9	11,7
Alemania	2,5	1,2	-5,3	0,3	2,3	2,8	0,1	0,2	8,4	7,4	8,0	10,7
Francia	2,3	0,3	-2,4	0,9	1,6	3,2	0,3	1,1	8,3	7,9	9,5	10,3
Italia	1,6	-1,0	-5,1	0,2	2,0	3,5	0,7	0,9	6,1	6,8	9,1	10,5
España	3,6	0,9	-3,8	-0,7	2,8	4,1	-0,3	0,9	8,3	11,3	18,2	20,2
Países Bajos	3,6	2,0	-4,2	0,7	1,6	2,2	0,9	1,0	3,2	2,8	3,8	6,6
Bélgica	2,6	1,0	-3,2	0,0	1,8	4,5	0,2	1,0	7,5	7,0	8,7	9,9
Grecia	4,0	2,9	-0,8	-0,1	3,0	4,2	1,1	1,7	8,3	7,6	9,5	10,5
Austria	3,5	2,0	-3,8	0,3	2,2	3,2	0,5	1,0	4,4	3,9	5,3	6,4
Portugal	1,9	0,0	-3,0	0,4	2,4	2,7	-0,6	1,0	8,0	7,6	9,5	11,0
Finlandia	4,2	1,0	-6,4	0,9	1,6	3,9	1,0	1,1	6,8	6,4	8,7	9,8
Irlanda	6,0	-3,0	-7,5	-2,5	2,9	3,1	-1,6	-0,3	4,5	6,1	12,0	15,5
República Eslovaca	10,4	6,4	-4,7	3,7	2,7	4,6	1,5	2,3	11,0	9,6	10,8	10,3
Eslovenia	6,8	3,5	-4,7	0,6	3,6	5,7	0,5	1,5	4,9	4,4	6,2	6,1
Luxemburgo	5,2	0,7	-4,8	-0,2	2,3	3,4	0,2	1,8	4,4	4,4	6,8	6,0
Chipre	4,4	3,6	-0,5	0,8	2,2	4,4	0,4	1,2	3,9	3,7	5,6	5,9
Malta	3,7	2,1	-2,1	0,5	0,7	4,7	2,1	1,9	6,4	5,8	7,3	7,6
Japón	2,3	-0,7	-5,4	1,7	0,0	1,4	-1,1	-0,8	3,8	4,0	5,4	6,1
Reino Unido <sup>1</sup>	2,6	0,7	-4,4	0,9	2,3	3,6	1,9	1,5	5,4	5,5	7,6	9,3
Canadá	2,5	0,4	-2,5	2,1	2,1	2,4	0,1	1,3	6,0	6,2	8,3	8,6
Corea	5,1	2,2	-1,0	3,6	2,5	4,7	2,6	2,5	3,3	3,2	3,8	3,6
Australia	4,0	2,4	0,7	2,0	2,3	4,4	1,6	1,5	4,4	4,2	6,0	7,0
Taiwan, provincia china de	5,7	0,1	-4,1	3,7	1,8	3,5	-0,5	1,5	3,9	4,1	6,1	5,9
Suecia	2,6	-0,2	-4,8	1,2	1,7	3,3	2,2	2,4	6,1	6,2	8,5	8,2
Suiza	3,6	1,8	-2,0	0,5	0,7	2,4	-0,4	0,5	2,5	2,7	3,5	4,5
Hong Kong, RAE de	6,4	2,4	-3,6	3,5	2,0	4,3	-1,0	0,5	4,0	3,5	6,0	6,5
República Checa	6,1	2,7	-4,3	1,3	2,9	6,3	1,0	1,1	5,3	4,4	7,9	9,8
Noruega	3,1	2,1	-1,9	1,3	0,7	3,8	2,3	1,8	2,5	2,6	3,3	3,8
Singapur	7,8	1,1	-3,3	4,1	2,1	6,5	-0,2	1,6	2,1	2,2	3,6	3,7
Dinamarca	1,6	-1,2	-2,4	0,9	1,7	3,4	1,7	2,0	2,7	1,7	3,5	4,2
Israel	5,2	4,0	-0,1	2,4	0,5	4,6	3,6	2,0	7,3	6,2	8,2	8,6
Nueva Zelanda	3,2	0,2	-2,2	2,2	2,4	4,0	1,5	1,0	3,7	4,2	5,9	7,9
Islandia	5,6	1,3	-8,5	-2,0	5,0	12,4	11,7	4,4	1,0	1,6	8,6	10,5
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,2	0,3	-3,6	1,3	2,1	3,2	-0,1	1,1	5,5	5,9	8,2	9,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	1,5	-2,4	3,6	2,2	4,5	1,0	1,9	3,4	3,4	4,5	4,4

<sup>1</sup>Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

En cuanto a las perspectivas de mediano plazo, es probable que el crecimiento potencial caiga por debajo del 2% durante un tiempo considerable. El análisis de crisis financieras previas (véase el capítulo 4) indica que muchas van seguidas de una caída del producto importante y permanente con relación a la tendencia anterior a la crisis porque los sistemas financieros afectados necesitan tiempo para recuperarse y volver a intermediar con eficacia, lo que desacelera la inversión y

la innovación. Un alto desempleo cíclico también podría aumentar el desempleo estructural, aunque es posible que la naturaleza flexible de los mercados estadounidenses de trabajo y de bienes permita que la reasignación necesaria de empleo y capital entre los diferentes sectores sea más rápida y menos dolorosa que en otras regiones que presentan mayor rigidez. En cuanto a la demanda, si bien la tasa de ahorro personal ya escaló hasta las proximidades del 5%, es probable que deba

seguir en aumento, dada la necesidad de estabilizar los balances de los hogares.

La solidez y la sostenibilidad de la recuperación dependerán de que se superen tres retos fundamentales de política económica:

- La continuidad de la estabilización del sistema económico y financiero.
- La reversión oportuna y ordenada del respaldo público al sistema financiero y la formulación de una estrategia para reducir el balance de la Reserva Federal.
- Los desequilibrios a largo plazo en los balances públicos, financieros y de los hogares.

La implementación del respaldo monetario y fiscal debería mantenerse hasta que la recuperación se afiance. Si los riesgos negativos de variaciones extremas se concretan y la recuperación vacila, es probable que deban adoptarse más medidas fiscales para apuntalar la demanda, dado que la tasa de los fondos federales se aproxima a cero; aunque la Reserva Federal podría establecer líneas de crédito adicionales para beneficiarios específicos y adquirir más activos. Por otra parte, deben mantenerse los esfuerzos encaminados al pleno restablecimiento de las instituciones financieras mediante la recapitalización y la estabilización de los balances, condición indispensable para un crecimiento sostenido. Sin duda, los resultados del programa SCAP estimularon la confianza de los inversionistas en las principales instituciones financieras; pero esto podría verse socavado si la recuperación se tambalea y provoca la contracción del ingreso, el aumento de los activos no reditubles y más pérdidas de capital.

Ayudar a las instituciones financieras a eliminar los activos problemáticos de sus balances también contribuirá a la renovación de su capacidad para reanudar el otorgamiento de crédito. El programa de inversión público-privada (PPIP, por sus siglas en inglés) se estableció para alcanzar esta meta, al apalancar el capital público y privado en asociaciones público-privadas para adquirir activos desvalorizados, lo que permite que los bancos y otras instituciones financieras liberen capital y estimulen nuevos créditos.

El PPIP se compone de dos partes vinculadas. El

programa para la compra de créditos hipotecarios problemáticos (Legacy Loan Program) procura atraer capital privado al mercado de deuda ofreciendo garantía de deuda de la Corporación Federal de Garantía de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) e inversión conjunta de capital del Tesoro de Estados Unidos; actualmente la FDIC está avanzando con un programa piloto. El programa para la compra de títulos respaldados por créditos hipotecarios problemáticos (Legacy Securities Program) ofrece financiación de la Reserva Federal y equipara el capital privado obtenido para adquirir dichos títulos. Las empresas administradoras de fondos ya están designadas, pero aún no se han adquirido activos. Resta comprobar el éxito de estos programas, particularmente si los bancos optan por conservar los activos hasta su vencimiento en lugar de venderlos y registrar las pérdidas por adelantado.

Una vez que la recuperación se afiance y las grandes brechas del producto empiecen a cerrarse, debe iniciarse el proceso de revertir el estímulo fiscal. Si bien aún falta mucho para esto, es fundamental comunicar por adelantado una estrategia de salida clara a fin de preservar la confianza del mercado. Retirar el respaldo prematuramente, antes de que el sistema financiero se haya restablecido, obstaculizaría la recuperación. Calibrar la oportunidad constituye un reto especialmente difícil, dada la incertidumbre relativa a la medida en que la crisis financiera redujo el producto potencial. Además, no debe permitirse que el cuantioso aumento de las reservas bancarias (una de las consecuencias del incremento gigantesco del balance de la Reserva Federal) se transforme en un crecimiento excesivo del crédito que culmine en inflación.

Si bien muchas de las facilidades de liquidez de corto plazo ya se están retirando ante la mejora de la situación del mercado, reducir la gran cantidad de activos de largo plazo en los balances de la Reserva Federal resultará más difícil, lo que expone a esta entidad a un importante riesgo de tasa de interés. Esto es particularmente cierto en el caso de los activos que, a diferencia de los títulos del gobierno y aquellos con respaldo hipotecario de determinadas entidades, carecen de un

mercado líquido. Determinar el momento de la venta de tales activos de más largo plazo será un asunto delicado, especialmente por su posible efecto sobre el mercado; pero la Reserva Federal puede utilizar otros instrumentos, como las operaciones de reporto pasivo y el interés sobre los depósitos, para empezar a restringir las condiciones según sea necesario aunque su balance se mantenga abultado.

En cuanto a la regulación del sector financiero, la crisis financiera ha revelado importantes deficiencias; en particular, la omisión de detectar el aumento del riesgo sistémico. Las propuestas del gobierno del Presidente Obama en materia de reforma normativa son razonables, y comprenden el fortalecimiento del enfoque sobre el riesgo sistémico a través de la creación de un consejo para la supervisión de los servicios financieros y un nuevo mecanismo para adoptar medidas inmediatas y correctivas para todas las instituciones grandes e interconectadas (que prevén facultades de administración e intervención). Lo fundamental será implementar las medidas como un paquete integral, en lugar de hacerlo en forma fragmentada, y enfrentar el problema de tener empresas demasiado grandes o vinculadas entre sí como para permitir su quiebra. Una solución para este último aspecto es castigar el tamaño y la complejidad de las entidades a través del aumento de los requisitos de capital. Esto también contribuiría a abordar parcialmente la creciente concentración del sistema financiero de Estados Unidos, que en caso de no resolverse reduciría marcadamente la competencia y la innovación.

El legado de la crisis en materia fiscal es un elevado nivel de deuda en trayectoria ascendente que podría volverse insostenible si no se adoptan medidas significativas a mediano plazo. Para 2009/10 y 2010/11 se pronostican déficits del 10% del PIB. Aunque a partir de entonces los déficits caerán por debajo del 10%, la deuda bruta del gobierno general seguirá creciendo rápidamente, hasta alcanzar en 2014 casi el 110% del PIB, lo que representa un deterioro preocupante, dadas las presiones que se avecinan en materia de jubilaciones y atención de la salud vinculadas al envejecimiento de la población. El actual proyec-

to de presupuesto aumenta la transparencia sobre dichas presiones al incluir pronósticos a mediano plazo, pero estos se basan en hipótesis de crecimiento que parecen optimistas. Es probable que deban realizarse más ajustes para garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo, particularmente en materia de ingresos, dado que el gasto discrecional no de defensa se acerca a sus mínimos históricos. Las características que adopte la reforma de la asistencia médica también serán cruciales. Si bien cabe esperar que países más ricos, como Estados Unidos, destinan una porción relativamente mayor de su gasto a la atención de la salud, existen importantes ineficiencias en el sistema estadounidense, como lo demuestra el hecho de que en los diversos estados se obtienen resultados similares a diferentes costos. Teniendo esto en cuenta, la cobertura solo debería ampliarse de forma que resulte neutral para el presupuesto, y deben adoptarse medidas dirigidas a reducir la tasa de crecimiento del costo para ayudar a mantener la sostenibilidad de la deuda.

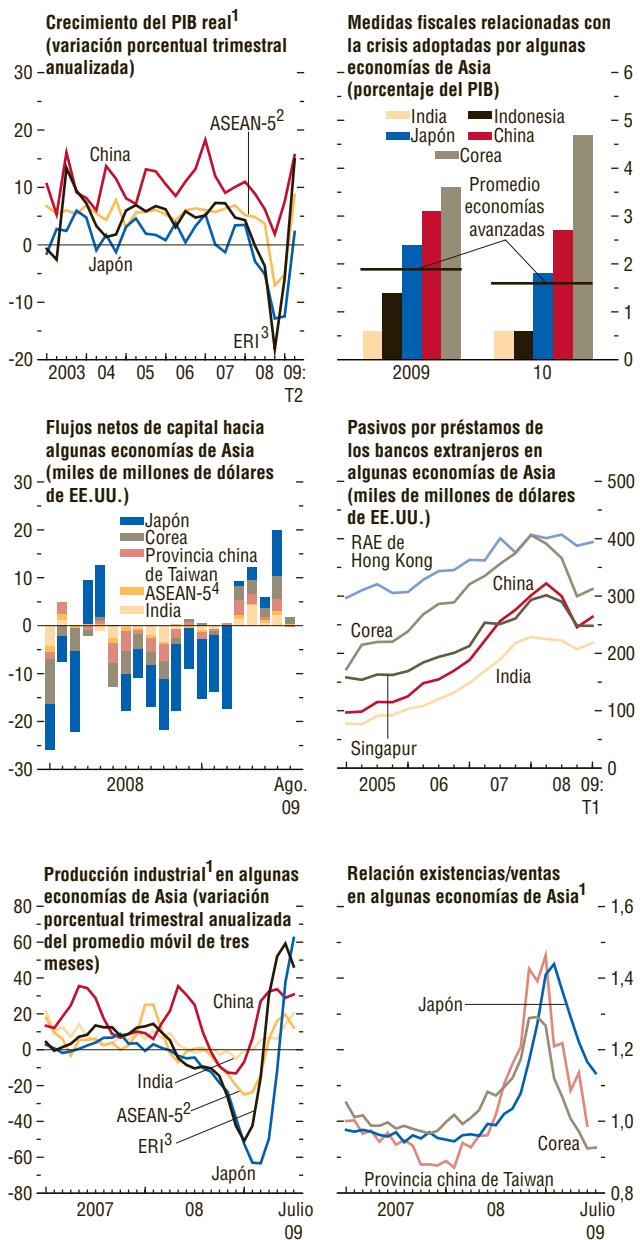
## Asia: ¿Del repunte a la recuperación?

Aunque las economías asiáticas orientadas a la exportación sufrieron el azote de la abrupta desaceleración mundial, las perspectivas económicas para la región mejoraron notablemente durante el primer semestre de 2009. Los acontecimientos recientes indican un fortalecimiento de la demanda interna y la exportación, pero subsisten interrogantes sobre si el repunte podrá transformarse en una recuperación autosustentable, como adelanto de una mejora más fuerte del crecimiento en el resto del mundo.

El reciente y veloz cambio de rumbo de la economía es notable. Al comienzo de la crisis, los exportadores asiáticos sufrieron el fuerte golpe provocado por el desplome de la demanda externa. El deterioro de la actividad se produjo de forma especialmente rápida en las economías más orientadas a la exportación (gráfico 2.2). En los dos trimestres que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, el PIB de Japón se contrajo muy por encima del 10% en cifras anualizadas. La caída de la demanda de

### Gráfico 2.2. Economías avanzadas y emergentes de Asia: ¿Puede mantenerse la recuperación?

Existen indicios crecientes de que la recuperación, apuntalada por los amplios programas de medidas de estímulo fiscal, está cobrando fuerza. Los mercados financieros se han reactivado, los flujos de capital han regresado a los mercados accionarios y ha cesado la retirada de los bancos extranjeros. Por otra parte, la producción industrial ha vuelto a crecer en el primer semestre del año, impulsada por una corrección de los ajustes de las existencias.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, Horton *et al.* (2009) y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Datos desestacionalizados.

<sup>2</sup>Excluido Vietnam.

<sup>3</sup>Las economías de reciente industrialización (ERI) de Asia comprenden Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur.

<sup>4</sup>Excluido Malasia.

los bienes durables, especialmente los automóviles, y la merma de la actividad de inversión en las economías emergentes de la región perjudicaron la exportación manufacturera. La demanda interna flaqueó en medio de la rápida caída de la confianza, el crecimiento de la incertidumbre, el debilitamiento del mercado laboral, el aumento de la restricción de las condiciones financieras y el incremento de la capacidad ociosa. En otras partes de Asia, las economías orientadas a la manufactura (Corea, Singapur y la provincia china de Taiwan) también se desplomaron. Para fines de 2008, la producción industrial había registrado caídas sin precedentes del orden del 25% en comparación con los niveles registrados un año antes. Solo China, India e Indonesia escapan a una grave recesión, como resultado de la aplicación de importantes estímulos de política económica y, en el caso de India, de una menor dependencia de la exportación.

Durante el primer semestre de 2009, la merma de la actividad se moderó. Indicadores recientes apuntan al fortalecimiento de la recuperación, encabezado por el rápido repunte de China, donde el crecimiento se aceleró en el primer semestre hasta alcanzar una tasa anual del 7,1%, impulsado íntegramente por la demanda interna. En Japón, el cambio de situación fue más gradual. En marzo, la producción industrial retomó su crecimiento, seguida en abril por las ventas minoristas, lo que culminó en la reanudación del crecimiento en el segundo trimestre (2,3%). Otras economías emergentes y en desarrollo mostraron señales similares de estabilización: Corea, Filipinas, India, la provincia china de Taiwán y Tailandia registraron un crecimiento de la producción industrial que en el segundo trimestre impulsó el crecimiento de estas economías, devolviéndolas a una trayectoria de signo positivo. El repunte estuvo encabezado por el sector de productos electrónicos, que atravesó una fuerte caída de la producción justo al comienzo de la crisis. La solidez general del sector bancario regional también limitó el efecto de la crisis financiera.

La intensificación del repunte registrado en Asia puede vincularse a tres factores: 1) una política fiscal y monetaria expansiva, muy activa en

algunos países; 2) un repunte del mercado financiero y los flujos de capitales, que distendió las restricciones financieras impuestas a las empresas exportadoras más pequeñas y mejoró la confianza del consumidor y las empresas; y 3) el impulso exportador que recibió la industria tras los importantes ajustes de las existencias.

El amplio respaldo fiscal y monetario contribuyó a distender la tensión en el mercado financiero y atenuar la caída de la demanda interna, y hasta reforzó la demanda en China e India. Los bancos centrales aportaron abundante liquidez (Japón) y redujeron las tasas de política monetaria (Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan y Tailandia). En China, la flexibilización de los topes crediticios y las bajas tasas de interés fortalecieron el crecimiento del crédito (el crédito privado creció un 24% durante los primeros seis meses de 2009). Dada la situación fiscal comparativamente robusta al inicio de la crisis, el apoyo discrecional en Asia fue más fuerte que en otras regiones. Para 2009–10 los programas fiscales en China y Japón alcanzarán casi el 5% del PIB. El objetivo de la mayoría de estos programas es levantar el consumo, especialmente de los bienes durables (Corea y Japón), modernizar la infraestructura y reequipar las fábricas (China).

El repunte del mercado accionario y la reanudación de los flujos de capitales en una situación de disminución generalizada de la aversión al riesgo dan mayor impulso a las economías asiáticas. En los primeros ocho meses del año, los mercados de valores crecieron un 28% en Japón, un 65% en las economías de la ASEAN-4<sup>1</sup> y un 52% en las economías asiáticas recientemente industrializadas<sup>2</sup>. Este movimiento alcista estuvo unido a la reanudación de los flujos de capitales. Los gobiernos recurrieron a los mercados internacionales de capital, y en el segundo trimestre los flujos netos de capitales adquirieron un signo positivo. Además, los bancos acreedores de las economías avan-

zadas dejaron de reducir su exposición a los países de Asia emergente. Una tras otra, la mayoría de las monedas se fortalecieron, aunque se mantuvieron en el nivel anterior a la crisis. Estos acontecimientos vinieron unidos a una reducción a partir de enero de 2009 del diferencial de la deuda corporativa asiática superior a los 250 puntos básicos, lo que ayudó a atenuar las restricciones de financiación sufridas por las empresas y los hogares. No obstante, el crecimiento del crédito se ha estabilizado en varias economías asiáticas, incluido India, y las economías recientemente industrializadas, debido al repunte de la demanda interna privada y a que los bancos están recibiendo los beneficios de la abundante liquidez y las adecuadas posiciones de capital.

Un tercer factor que contribuye al repunte de la actividad ha sido la reconstrucción de las existencias. En gran parte de Asia, las empresas respondieron a la pronunciada disminución de la demanda del cuarto trimestre de 2008 reduciendo la producción y las existencias. Para mediados de 2009, este proceso de liquidación de las existencias había avanzado mucho en Corea, Japón y la provincia china de Taiwan, lo que indica que el actual repunte de la demanda externa, unido al avance del ajuste de los inventarios, impulsará el aumento de la producción del sector exportador.

A pesar de estas señales positivas, no es posible garantizar que el cambio de situación se sostenga. Es probable que el debilitamiento del mercado laboral desacelere el consumo y que el importante exceso de capacidad industrial ociosa desaliente la demanda de inversión. Además, es posible que en esta oportunidad falte el principal motor de las recuperaciones anteriores: el repunte duradero de la demanda extrarregional. En su conjunto, las exportaciones provenientes de Asia siguen estando muy por debajo de sus niveles máximos de 2008 (alrededor de un 30%), incluso en sectores clave como el de los productos electrónicos. Dicho esto, el pronunciado aumento de la demanda interna ha estimulado las importaciones chinas provenientes de la región, especialmente las procedentes de Corea e Indonesia, lo que ha contribuido a frenar la acusada contracción del sector exportador de la región.

<sup>1</sup>Las cuatro economías más importantes de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental: Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia.

<sup>2</sup>Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur. En base a los correspondientes índices de Morgan Stanley Capital International.

**Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Asia**  
*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor <sup>1</sup>				Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Asia emergente</b>	<b>9,8</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>4,9</b>	<b>7,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>
<b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b>	<b>5,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>
Corea	5,1	2,2	-1,0	3,6	2,5	4,7	2,6	2,5	0,6	-0,7	3,4	2,2
Taiwan, provincia china de	5,7	0,1	-4,1	3,7	1,8	3,5	-0,5	1,5	8,6	6,4	7,9	8,0
Hong Kong, RAE de	6,4	2,4	-3,6	3,5	2,0	4,3	-1,0	0,5	12,3	14,2	10,7	10,8
Singapur	7,8	1,1	-3,3	4,1	2,1	6,5	-0,2	1,6	23,5	14,8	12,6	12,5
<b>Economías en desarrollo de Asia<sup>3</sup></b>	<b>10,6</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>
China	13,0	9,0	8,5	9,0	4,8	5,9	-0,1	0,6	11,0	9,8	7,8	8,6
India	9,4	7,3	5,4	6,4	6,4	8,3	8,7	8,4	-1,0	-2,2	-2,2	-2,5
<b>ASEAN–5</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>9,2</b>	<b>2,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>
Indonesia	6,3	6,1	4,0	4,8	6,0	9,8	5,0	6,2	2,4	0,1	0,9	0,5
Tailandia	4,9	2,6	-3,5	3,7	2,2	5,5	-1,2	2,1	5,7	-0,1	4,9	2,7
Filipinas	7,1	3,8	1,0	3,2	2,8	9,3	2,8	4,0	4,9	2,5	3,2	1,2
Malasia	6,2	4,6	-3,6	2,5	2,0	5,4	-0,1	1,2	15,4	17,9	13,4	11,0
Vietnam	8,5	6,2	4,6	5,3	8,3	23,1	7,0	11,0	-9,8	-11,9	-9,7	-9,4
<b>Otras economías en desarrollo de Asia<sup>4</sup></b>	<b>6,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>10,1</b>	<b>12,8</b>	<b>11,6</b>	<b>8,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>
Pakistán	5,6	2,0	2,0	3,0	7,8	12,0	20,8	10,0	-4,8	-8,3	-5,1	-4,8
Bangladesh	6,3	6,0	5,4	5,4	9,1	7,7	5,3	5,6	1,1	1,9	2,1	1,0

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Los países que integran este grupo figuran en el cuadro F del apéndice estadístico.

<sup>4</sup>Comprende Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, el Estado Islámico del Afganistán, Fiji, las Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga y Vanuatu.

Según las proyecciones de referencia, el ritmo de crecimiento aumentará durante el segundo semestre de 2009, sentando las bases de una recuperación generalmente moderada en 2010, al fortalecerse la demanda de las economías avanzadas (cuadro 2.2). Este año, las economías de China e India encabezarán la expansión y crecerán a tasas del 8,5% y 5,4%, respectivamente, incentivadas por el importante estímulo de política económica que está provocando el aumento de la demanda de fuentes internas. En Japón, tras la pronunciada caída registrada en el primer trimestre, se espera que en 2009 la actividad en su conjunto se contraiga un 5,4%, si bien el importante estímulo fiscal y el moderado aumento de la exportación apuntalarán el crecimiento en el segundo semestre de 2009 y darán lugar a una recuperación del 1,7% en 2010. Dado el escaso dinamismo de la economía, la inflación mantendrá su signo negativo hasta 2012. El panorama en materia de crecimiento e inflación

es similar al de las economías asiáticas recientemente industrializadas. En 2009, el producto sufrirá una contracción del 2,4%, pero el crecimiento se acelerará en el segundo semestre, allanando el terreno para una expansión moderada en 2010 (3,6%). El panorama de las economías de la ASEAN es más dispar. En las economías más orientadas a la exportación (Malasia y Tailandia), la actividad aumentará gradualmente durante el segundo semestre de 2009, y presentará un crecimiento más fuerte en 2010.

Los riesgos que enfrentan las perspectivas de crecimiento se están equilibrando gradualmente. Hasta ahora, el repunte de la actividad está apuntalado por muchos factores que pueden resultar temporales: recuperación de los mercados de capital, ajuste de las existencias y política fiscal y monetaria expansivas. Es posible que estos elementos no produzcan una recuperación que se sostenga por sí misma si la actividad no se fortalece en otras regiones. El aspecto positivo es que,

**Cuadro 2.3. Saldos en cuenta corriente de las economías avanzadas**  
(Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>
Estados Unidos	-5,2	-4,9	-2,6	-2,2
Zona del euro <sup>1</sup>	0,3	-0,7	-0,7	-0,3
Alemania	7,5	6,4	2,9	3,6
Francia	-1,0	-2,3	-1,2	-1,4
Italia	-2,4	-3,4	-2,5	-2,3
España	-10,0	-9,6	-6,0	-4,7
Países Bajos	7,6	7,5	7,0	6,8
Bélgica	1,7	-2,5	-1,0	-0,9
Grecia	-14,2	-14,4	-10,0	-9,0
Austria	3,1	3,5	2,1	2,0
Portugal	-9,4	-12,1	-9,9	-9,7
Finlandia	4,1	2,4	0,5	2,0
Irlanda	-5,3	-5,2	-1,7	0,6
República Eslovaca	-5,3	-6,5	-8,0	-7,8
Eslovenia	-4,2	-5,5	-3,0	-4,7
Luxemburgo	9,8	9,1	7,6	7,0
Chipre	-11,7	-18,3	-10,0	-9,8
Malta	-7,0	-5,6	-6,1	-6,1
Japón	4,8	3,2	1,9	2,0
Reino Unido	-2,7	-1,7	-2,0	-1,9
Canadá	1,0	0,5	-2,6	-1,8
Corea	0,6	-0,7	3,4	2,2
Australia	-6,3	-4,6	-3,2	-5,6
Taiwan, provincia china de	8,6	6,4	7,9	8,0
Suecia	8,6	7,8	6,4	5,4
Suiza	9,9	2,4	6,1	7,1
Hong Kong, RAE de	12,3	14,2	10,7	10,8
República Checa	-3,1	-3,1	-2,1	-2,2
Noruega	15,9	19,5	13,9	15,6
Singapur	23,5	14,8	12,6	12,5
Dinamarca	0,7	1,0	1,1	1,5
Israel	2,8	1,0	3,2	2,4
Nueva Zelanda	-8,2	-8,9	-7,1	-6,7
Islandia	-19,9	-40,6	-5,3	0,7
<i>Partidas informativas</i>				
Principales economías avanzadas	-1,3	-1,5	-1,1	-0,8
Zona del euro <sup>2</sup>	0,1	-0,5	-1,0	-1,0
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	4,4	6,4	5,9

<sup>1</sup>Calculados como la suma de los saldos de cada uno de los países de la zona del euro.

<sup>2</sup>Con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

no obstante, el estímulo de política económica aplicado en China podría apuntalar la recuperación en otros países asiáticos.

A medida que la recuperación cobra fuerzas, el reto en materia de política económica consiste en determinar el momento y la forma de

retirar el apoyo y, al mismo tiempo, garantizar una transición exitosa hacia un crecimiento de mediano plazo más equilibrado. La dependencia de Asia de la demanda de exportación contribuyó a aumentar los desequilibrios mundiales e hizo que la región se volviera vulnerable a la evolución de la demanda mundial (cuadro 2.3). Es poco probable que se retorne al crecimiento previo y a los patrones de crecimiento registrados en el pasado, dada la prolongación de los ajustes aplicados en Estados Unidos y Europa y, por ende, muchas economías asiáticas deberán variar su estructura de crecimiento y concentrarla más en la demanda interna.

Desde esta perspectiva, se justifica considerar con cierta cautela la sostenibilidad del rápido crecimiento del nivel del crédito en algunos países, especialmente en China. Mantener los presentes niveles de crecimiento del crédito comporta el riesgo de crear incentivos para la inversión excesiva, la inflación insostenible del precio de los activos y el deterioro de la calidad del crédito bancario. Por ende, la expansión monetaria reciente debería retrajerse tan pronto surjan señales claras de afianzamiento de la recuperación económica. A fin de promover un crecimiento que se sostenga más en el fortalecimiento de la demanda interna y menos en la inversión y la exportación, el respaldo fiscal debería alentar el consumo privado, como, por ejemplo, en el caso de Corea, Japón y la provincia china de Taiwán. En algunas economías deben abordarse las inquietudes existentes en materia de sostenibilidad fiscal, incluso mediante la elaboración de planes convincentes de consolidación para el mediano plazo (India, Japón y Malasia). También debe prestarse especial atención a concebir estrategias de salida de los programas de garantía de crédito empresarial adoptados en muchos países asiáticos durante la crisis. La experiencia de la última década en Corea y Japón demuestra que estos programas pueden alentar una toma de riesgo excesiva y que su retracción puede resultar problemática.

El cambio de rumbo hacia una senda de crecimiento más equilibrado requerirá una combinación de medidas en materia de demanda y oferta.

Mediante el desarrollo o la mejora de las redes de protección social y los sistemas de atención de la salud, muchas economías emergentes y en desarrollo pueden ayudar a reducir el ahorro precautorio de los hogares. Así se liberarían recursos para el consumo y se crearía un importante mercado para los proveedores internos.

El desarrollo de los sectores financieros debería contribuir a garantizar una asignación eficiente del crédito. A medida que los mercados financieros aumentan su actividad y se robustecen, pueden ofrecer vehículos de ahorro e inversión estables, que reduzcan la dependencia del financiamiento externo y aumenten la importancia del ahorro de los hogares como base de financiación del sector financiero. Una mayor facilidad de acceso al financiamiento en el mercado interno para las empresas más pequeñas también puede contribuir a reducir las altas tasas de ahorro empresarial, desarrollar un sector nacional de servicios y apuntalar el consumo. Naturalmente, el sector financiero debe desarrollarse en el ámbito de marcos de supervisión y regulación adecuados.

El aumento de la flexibilidad de los regímenes cambiarios ayudaría a que el crecimiento recupere el equilibrio. La apreciación del tipo de cambio en las economías donde crece la productividad conllevaría el aumento del ingreso real de los hogares al disminuir los precios de importación, lo que fortalecería la demanda interna e incentivaría a las empresas a reorientar la oferta hacia el sector interno. Los tipos de cambio más flexibles también permitirían que las economías asiáticas perfeccionaran la política monetaria para convertirla en un instrumento independiente de gestión macroeconómica, lo que ayudaría a amortiguar el efecto económico de los shocks externos e internos.

### Europa: Una lenta recuperación por delante

Los datos recientes de Europa indican que el ritmo de caída de la actividad económica se está moderando. En el segundo trimestre de 2009, el PIB de la zona del euro se contrajo menos de lo esperado: Alemania y Francia divulgaron un crecimiento positivo y el Reino Unido presentó un

declive más moderado. Si bien la contracción sigue su curso en muchos de los países emergentes de Europa, en el primer y segundo trimestre Polonia registró un crecimiento positivo. Aun así, es probable que el repunte europeo sea lento. La situación regional del mercado financiero ha mejorado, pero se requerirá tiempo para que el sistema financiero, principalmente constituido por bancos, reasuma plenamente su función de intermediación. Las condiciones de crédito restrictivas limitarán la inversión privada y el creciente desempleo frenará el consumo, mientras que el respaldo público deberá retirarse gradualmente. Los países europeos emergentes deberán adaptarse a una financiación externa mucho más restrictiva.

La merma del producto en toda la región se debió a la combinación de la caída de la demanda interna, especialmente de la inversión, con la contracción del comercio dentro de una región fuertemente integrada, y las distintas economías se vieron diversamente afectadas, más que nada según los desequilibrios que presentaban antes de la crisis (gráfico 2.3). La reversión abrupta del auge del precio de los activos, en especial en el sector inmobiliario, provocó bruscas caídas de la actividad en Irlanda, España, el Reino Unido y varias economías más, entre ellas algunas de las emergentes. Islandia fue particularmente azotada por la crisis y está recibiendo el respaldo del FMI tras el derrumbe de su sector financiero. En general, las economías con moderados déficits o superávits en cuenta corriente experimentaron una desaceleración menor. Sin embargo, debido a la orientación exportadora de su economía, Alemania se vio gravemente afectada por la caída de la demanda externa, aunque actualmente su actividad se beneficia en mayor medida que otros países de la región de la recuperación del comercio mundial. En comparación, la desaceleración de Francia fue algo menos pronunciada, en parte debido a su menor apertura comercial y a la mayor envergadura de su sector público. Las economías emergentes de Europa se vieron particularmente afectados por la caída de los flujos de capital extranjero. Esto provocó una importante contracción de las economías bálticas, Bulgaria y Rumania, aunque los tipos de cambio actuaron

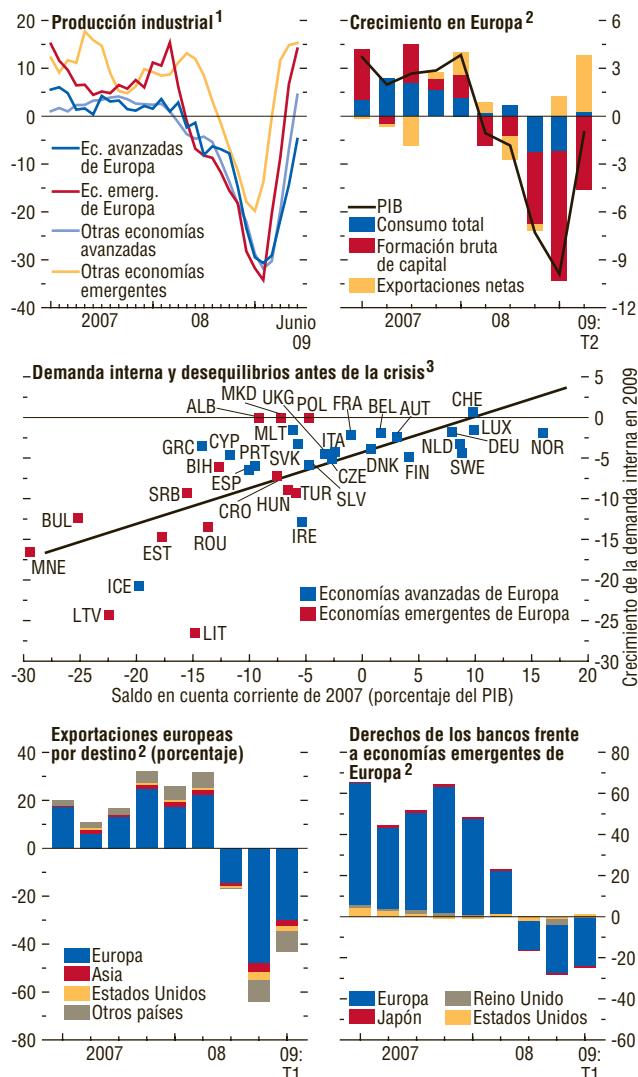
como un amortiguador de shocks en las economías con regímenes flexibles. Actualmente, Bosnia, Hungría, Letonia, Rumania y Serbia reciben asistencia del FMI en materia de balanza de pagos, mientras que Polonia tiene acceso a la Línea de Crédito Flexible de este organismo para salvaguardar la confianza del mercado. En los últimos meses, el ritmo de la contracción se desaceleró drásticamente en gran parte de la región, y retorció el apetito de riesgo, se aceleró la exportación y se moderó la reducción de las existencias, aunque el crédito privado sigue mostrando escasa actividad y el desempleo está creciendo (gráfico 2.4).

La firmeza de la respuesta inicial en materia de política macroeconómica dependió en gran medida de las posibilidades de aplicar políticas, considerablemente variadas entre los diferentes países de la región. Ante las bajas tasas de inflación y las graves perturbaciones sufridas por el mercado crediticio, los bancos centrales de las economías avanzadas redujeron decisivamente sus tasas de interés y adoptaron algunas medidas no convencionales, entre ellas la compra directa de activos por parte del Banco de Inglaterra y la adquisición de bonos cubiertos que llevó a cabo el Banco Central Europeo. Muchas economías avanzadas dedicaron considerables recursos presupuestarios a apoyar el sector financiero, principalmente otorgando garantías. Hasta ahora, las inyecciones de capital y las compras de activos fueron en general más limitadas, con la salvedad de Austria, Bélgica, Irlanda, Noruega, los Países Bajos y el Reino Unido. Varios países, entre ellos Alemania, España y el Reino Unido, crearon importantes programas de estímulo discrecional para apuntalar la economía más ampliamente, lo que se sumó a la importante ayuda de los estabilizadores automáticos.

Al mismo tiempo, países como Grecia, Italia y la mayoría de las economías emergentes, que al inicio de la recesión tenían menor margen para aplicar políticas, no estaban en condiciones de aplicar estímulos considerables. Además, la mayoría de los países europeos emergentes se vieron también limitados por la salida del capital extranjero (o el riesgo de que se produjera), y algunos estuvieron obligados a adoptar una postura más estricta en materia monetaria y consolidar sus cuentas fiscas.

### Gráfico 2.3. Europa: Un repunte lento

La recesión está dando paso a la recuperación. La profundidad de la desaceleración se ha vinculado, en parte, con la magnitud de los desequilibrios externos e internos de cada economía. El colapso del comercio intrarregional y del financiamiento transfronterizo han tenido un fuerte impacto sobre la economía regional, estrechamente integrada.



Fuentes: Banco de pagos Internacionales; Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Variación porcentual anualizada del promedio móvil de tres meses con respecto al anterior promedio de tres meses. Economías avanzadas de Europa: Alemania (DEU); Austria (AUT); República Checa (CZE); Dinamarca (DNK); Eslovenia (SLV); España (ESP); Finlandia (FIN); Francia (FRA); Grecia (GRG); Irlanda (IRL); Italia (ITA); Noruega (NOR); Países Bajos (NLD); Portugal (PRT); Reino Unido (GBR); República Eslovaca (SVK) y Suecia (SWE).

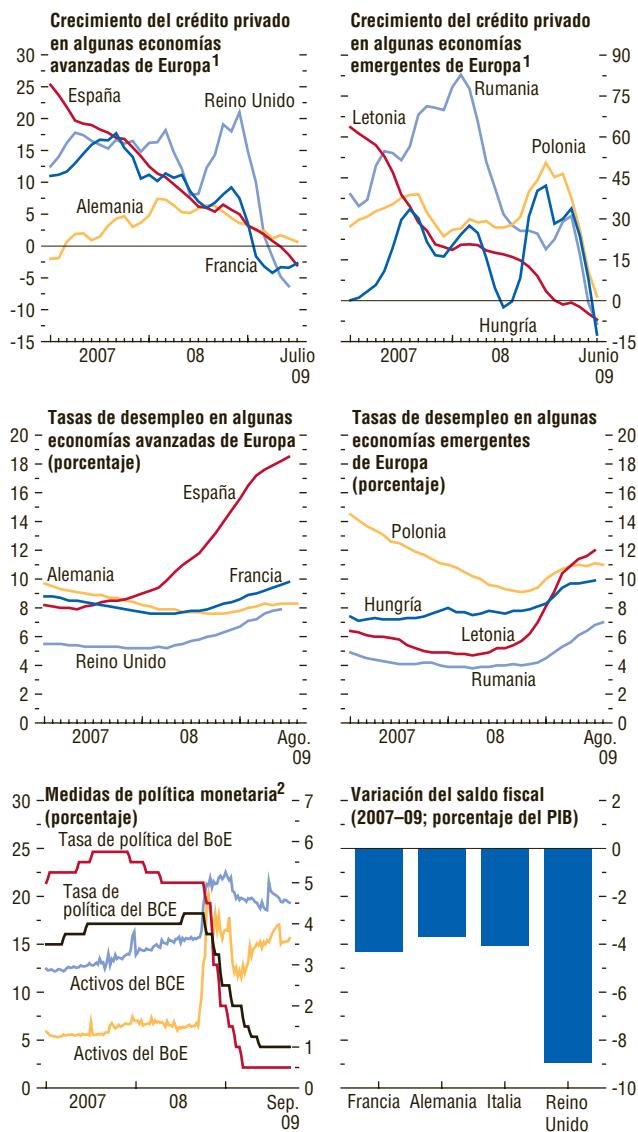
Economías emergentes de Europa: Bulgaria (BGR); Estonia (EST); Hungría (HUN); Letonia (LVA); Lituania (LTV); Polonia (POL); Rumania (ROM) y Turquía (TUR). Otras economías avanzadas: Canadá, Corea, Estados Unidos, Israel, Japón, la provincia china de Taiwán y Singapur. Otras economías emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Ucrania.

<sup>2</sup>Contribuciones anualizadas intertrimestrales al crecimiento. Croacia, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo y Turquía no están incluidos en 2009:T2.

<sup>3</sup>El crecimiento de la demanda interna corresponde a la variación porcentual anualizada intertrimestral. ALB: Albania; BEL: Bélgica; BIH: Bosnia y Herzegovina; CHE: Suiza; CRO: Croacia; CYP: Chipre; ICE: Islandia; LUX: Luxemburgo; MKD: Macedonia Ex RY; MLT: Malta; MNE: Montenegro; SRB: Serbia.

### Gráfico 2.4. Europa: Tareas pendientes

La recuperación probablemente será lenta. Las condiciones restrictivas en los mercados de crédito seguirán limitando la inversión privada y el aumento del desempleo tendrá un impacto sobre el consumo. La coordinación de las medidas de política económica sigue siendo un elemento esencial para la reactivación del crecimiento en la región, y la retirada de estas medidas deberá ejecutarse con cautela y en el momento adecuado.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Variación porcentual anualizada del promedio móvil de tres meses con respecto al anterior promedio de tres meses.

<sup>2</sup>BCE: Banco Central Europeo; BoE: Banco de Inglaterra. Los activos se expresan como porcentaje del PIB de 2008 y se presentan en la escala de la izquierda. La tasa de política económica se expresa en porcentaje y se presenta en la escala de la derecha.

les, particularmente aquellas con tipos de cambio fijo. Más recientemente, la disminución de la aversión al riesgo ha permitido que algunas economías emergentes recorten sus tipos de interés.

El ritmo de disminución de la actividad parece calmarse, pero es probable que durante los próximos trimestres la recuperación sea moderada. Se espera que la desaceleración del segundo semestre de 2009 esté principalmente impulsada por el aumento de la exportación y la inflexión en el ciclo de las existencias, y que se mantenga el estímulo de política económica. Se proyecta que en el segundo semestre de 2009 la zona del euro salga de la recesión, y que en el curso de 2010 la recuperación se fortalezca, mientras que la inflación debería mantener un nivel bajo (véase el cuadro 2.1). El cambio de situación es más aparente si se comparan los cuartos trimestres de los dos últimos años: en 2009 se registró un declive del 2,5%, mientras que en 2010 se produce un aumento del 0,9%. El moderado ritmo de recuperación es congruente con las continuas presiones en el mercado de la vivienda de algunas economías, las persistentes tensiones en el sector financiero (compuesto principalmente por bancos) y el freno del mercado laboral. Si bien en un principio la reducción del empleo fue moderada, se proyecta que durante 2009 el desempleo se acerque al 10% y que para 2011 alcance casi el 12%, al mermar la generación de trabajo debido a la reversión de la reducción generalizada de las horas trabajadas. En el segundo semestre de 2009 se espera que el crecimiento del PIB real del Reino Unido se torne positivo, a medida que se estabilicen los mercados inmobiliario y financiero y que la debilitada libra apunte a las exportaciones netas. En las economías emergentes de Europa, tras la contracción del PIB real de casi el 5¼% registrada en 2009, se espera un retorno al crecimiento positivo para 2010 (cuadro 2.4). Se prevé que la recuperación sea más lenta que en otras regiones emergentes porque muchas economías seguirán enfrentando graves problemas de ajuste, dado que es probable que los flujos internacionales de capitales se mantengan escasos durante algún tiempo. Además, la recuperación será desigual: algunas economías emergentes, en particular las bálticas, seguirán

**Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías emergentes de Europa**

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor <sup>1</sup>				Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Economías emergentes de Europa</b>	<b>5,5</b>	<b>2,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,8</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-7,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>
Turquía	4,7	0,9	-6,5	3,7	8,8	10,4	6,2	6,8	-5,8	-5,7	-1,9	-3,7
Excluido Turquía	6,0	4,1	-4,3	0,5	4,5	6,5	3,8	2,5	-8,9	-8,9	-3,2	-3,5
<b>Estados bálticos</b>	<b>8,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-17,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-17,7</b>	<b>-11,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>
Estonia	7,2	-3,6	-14,0	-2,6	6,6	10,4	0,0	-0,2	-17,8	-9,3	1,9	2,0
Letonia	10,0	-4,6	-18,0	-4,0	10,1	15,3	3,1	-3,5	-21,6	-12,6	4,5	6,4
Lituania	8,9	3,0	-18,5	-4,0	5,8	11,1	3,5	-2,9	-14,6	-11,6	1,0	0,5
<b>Europa central</b>	<b>5,5</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,1</b>
Hungría	1,2	0,6	-6,7	-0,9	7,9	6,1	4,5	4,1	-6,5	-8,4	-2,9	-3,3
Polonia	6,8	4,9	1,0	2,2	2,5	4,2	3,4	2,6	-4,7	-5,5	-2,2	-3,1
<b>Europa meridional y sudoriental</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,1</b>	<b>8,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,0</b>	<b>-13,9</b>	<b>-13,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,0</b>
Bulgaria	6,2	6,0	-6,5	-2,5	7,6	12,0	2,7	1,6	-25,2	-25,5	-11,4	-8,3
Croacia	5,5	2,4	-5,2	0,4	2,9	6,1	2,8	2,8	-7,6	-9,4	-6,1	-5,4
Rumania	6,2	7,1	-8,5	0,5	4,8	7,8	5,5	3,6	-13,5	-12,4	-5,5	-5,6
<b>Partidas informativas</b>												
República Eslovaca	10,4	6,4	-4,7	3,7	2,7	4,6	1,5	2,3	-5,3	-6,5	-8,0	-7,8
República Checa	6,1	2,7	-4,3	1,3	2,9	6,3	1,0	1,1	-3,1	-3,1	-2,1	-2,2

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

contrayéndose en 2010, pero se prevé que el producto aumente en forma importante en otros países, en especial Polonia y Turquía.

Los riesgos de deterioro del panorama europeo se alejan, y en varias economías ha surgido algún riesgo de que los resultados superen lo previsto. La recuperación puede ser más lenta de lo esperado si las condiciones en el sector financiero y empresarial empeoran y el desempleo crece más rápido de lo previsto actualmente. Las instituciones financieras son vulnerables al aumento del deterioro de la calidad de los activos, ya que es posible que crezcan las pérdidas del sector empresarial, mientras la capitalización se mantiene bastante baja. Las economías emergentes de Europa están especialmente expuestas al aumento de la contracción del financiamiento internacional y la importante exposición internacional de Austria, Bélgica y varias otras economías avanzadas aún representa un riesgo para los bancos de estos países. Es posible que, hasta ahora, la reducción del horario laboral como recurso para preservar puestos de trabajo haya

desacelerado la caída del empleo, pero a medida que persistan en los próximos meses las presiones en el mercado laboral y que los programas de apoyo al empleo alcancen sus límites, la pérdida de empleos podría agudizarse más de lo previsto actualmente. El riesgo de deterioro de la situación podría aumentar si el apoyo de política económica implementado en las economías avanzadas se retira demasiado pronto, si las presiones políticas demoran las reformas del sector financiero o si falla la coordinación de la política económica. El riesgo de que los resultados superen las proyecciones estriba principalmente en que el comercio y la confianza mundial se recuperen más rápido de lo anticipado.

En el mediano plazo es probable que el crecimiento del PIB retome su ritmo anterior a la crisis solo en forma gradual, ya que la oferta se mantiene deprimida y el ajuste de los balances sigue perjudicando la demanda. Se pronostica que el alto nivel de desempleo subsistirá durante algún tiempo, y es probable que parte del aumento se torne estructural, ya que para los trabajadores

desplazados es difícil reinsertarse en el mercado, especialmente en la zona del euro y en algunas economías emergentes. Al mantenerse las condiciones crediticias estrictas y retirarse gradualmente el respaldo público, probablemente la inversión permanecerá baja, y parte del stock de capital existente deberá descartarse ante la reestructuración empresarial en varios países. En efecto, la experiencia pasada indica que el empleo, la acumulación de capital y la productividad se mantienen deprimidos durante largo tiempo tras las crisis financieras (véase el capítulo 4). Al mismo tiempo, es probable que la demanda privada se muestre especialmente endeble en muchos países europeos donde se ha producido una brusca corrección de los precios de los activos y los auges crediticios anteriores a la crisis. En relación a este aspecto, se espera que los déficits en cuenta corriente disminuyan en varios países, en particular en España, Grecia, Irlanda y muchas de las economías emergentes de Europa. Se pronostica que en 2009 los actuales superávits en cuenta corriente se reducirán en Alemania y varios países más, aunque volverán a crecer más adelante.

Las enérgicas e innovadoras medidas de política económica redujeron considerablemente el riesgo negativo sobre las economías que sufrieron una fuerte presión, pero es necesario hacer más aún para garantizar la recuperación sostenida en toda la región. Subsiste el reto de coordinar las políticas económicas, especialmente de formular estrategias ante las tensiones del sector financiero y de brindar asistencia a las economías fuertemente afectadas. Se han adoptado medidas en la dirección correcta, incluida la puesta a punto recientemente anunciada de la estructura de estabilidad financiera de la Unión Europea, las pruebas de tensión coordinadas de los principales bancos de la UE y las pruebas de tensión de los bancos de Europa central, oriental y meridional, con la asistencia del FMI. Sin embargo, estas medidas deben ir seguidas de recapitalizaciones bancarias para restablecer la confianza en el sistema financiero y reconstituir la capacidad para otorgar crédito. Además, subsiste una importante incertidumbre en torno al valor de los activos en dificultades y la calidad de los activos en general, que aún plantea interrogan-

tes sobre la base de capital de los bancos y su capacidad de ampliar la intermediación financiera. Por otra parte, sigue siendo prioritario establecer un marco integral y transparente de resolución bancaria, especialmente para los bancos internacionales. También se han adoptado medidas para afrontar estos desafíos en las economías emergentes fuertemente afectadas, incluso a través de la Iniciativa de Coordinación Bancaria para apoyar los flujos bancarios internacionales, pero aún falta establecer una estrategia común y un marco para asistir a los países fuertemente afectados y resolver la acumulación de deudas.

En cuanto a las políticas macroeconómicas, las economías avanzadas deberían seguir apuntalando la demanda hasta que la recuperación adquiera una base mucho más sólida. Como resultado de la grave desaceleración de la actividad y la fuerte reducción del precio de las materias primas frente a su nivel máximo anterior a la crisis, toda la región presenta un bajo nivel de inflación general. Con estos antecedentes, existe un amplio margen para mantener tasas de interés muy bajas y utilizar instrumentos no convencionales para contrarrestar el círculo vicioso entre el sector real y financiero. Sin embargo, mientras arraiga la recuperación, debe concebirse una cuidadosa estrategia de salida, compatible con la continuidad del respaldo a la economía, pero que impida el aumento inflacionario al disminuir la brecha del producto, especialmente dado que es probable que el producto potencial haya caído. El estímulo fiscal discrecional no debería retirarse demasiado pronto, pero los costos fiscales de la crisis son elevados. Se espera un deterioro pronunciado en las finanzas públicas de las economías avanzadas, previéndose que el déficit promedio del gobierno general supere el 5% del PIB en 2009 y 2010 y que el nivel de deuda crezca rápidamente. La sostenibilidad de la deuda es una de las principales preocupaciones, debido a que el aumento excesivo de la deuda puede desplazar la acumulación de capital privado y deprimir más aun el crecimiento potencial, en medio de las crecientes presiones demográficas. Por ende, el estímulo fiscal debe revertirse y los planes de consolidación deben implementarse una

vez que la recuperación arraigue, apuntalada por eficaces marcos fiscales nacionales y por el Pacto de estabilidad y crecimiento de la UE.

Dadas las perspectivas de crecimiento lento a mediano plazo, deben emprenderse más acciones para garantizar que los trabajadores desempleados sean reabsorbidos por la fuerza laboral. Las políticas para el mercado laboral aún se centran en proteger a quienes ya lo integran, y siguen excluyendo a otros grupos (por ejemplo, los trabajadores extranjeros) que tienen mayor riesgo de sufrir el efecto de histéresis. Al mismo tiempo, a medida que las economías se recuperan, deben revertirse las previsiones para el aumento y la prolongación del desempleo, así como las prestaciones y subsidios sociales para la reducción del horario laboral, a efectos de no perjudicar en forma permanente los incentivos para el empleo. Se deben llevar a cabo reformas del mercado de servicios y productos para aumentar el crecimiento de la productividad y facilitar la reasignación de recursos entre los sectores de bienes transables y no transables. A este respecto, la crisis podría ofrecer la oportunidad de avanzar con ambiciosas reformas que ayudarían a vigorizar el crecimiento europeo en los años venideros.

### **Comunidad de Estados Independientes: Recuperación difícil para algunos y contención del daño para otros**

Las secuelas económicas de la crisis mundial sobre la CEI han sido profundas y han perjudicado en gran medida las perspectivas económicas de la región. La fuerte contracción registrada en Rusia, sumada a los efectos de la recesión y la crisis financiera mundiales dieron lugar a dolorosos ajustes en los países de menor ingreso importadores netos de energía. Dado que muchas de estas economías aún dependen de las remesas y del ingreso de exportación que provienen de Rusia, la crisis deprimió la demanda interna, echó por tierra el auge crediticio y, en algunos casos, cerró el acceso al mercado externo de capital. La mayoría de los países exportadores de energía están sobre llevando relativamente bien la turbulencia financiera y la caída del precio de la energía porque

pudieron recurrir a importantes medidas de protección en materia de política económica y dependen en menor medida de la evolución rusa.

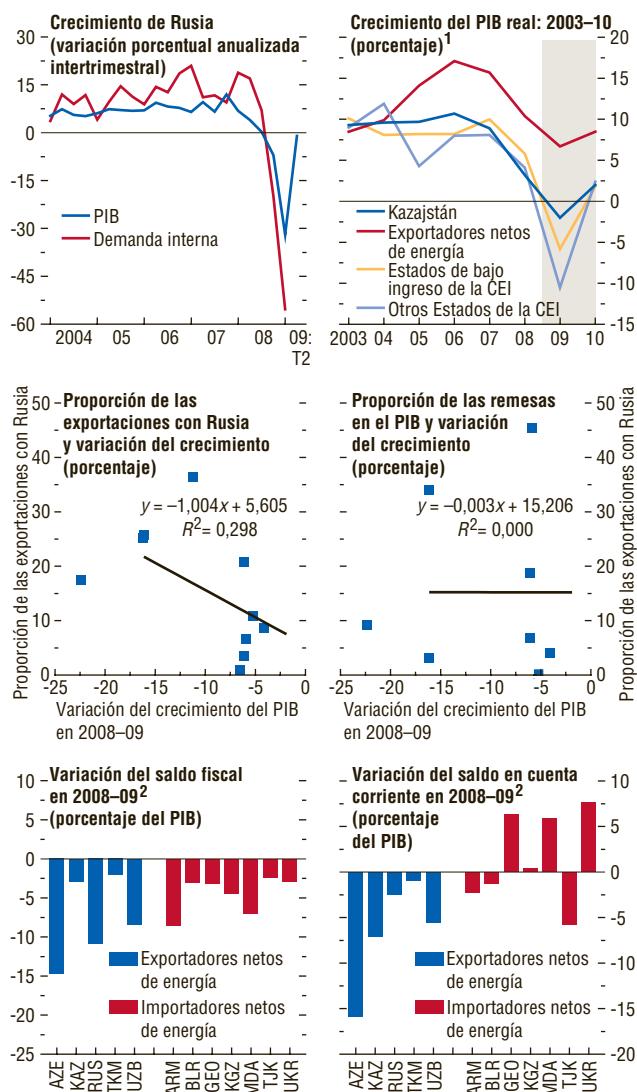
Rusia aún no se ha recuperado del desplome del auge de los flujos de capitales vinculados al apogeo del precio del petróleo, que culminó en la devaluación del rublo en enero de 2009 (gráfico 2.5). La estrategia previa de estabilidad cambiaria alentó un importante endeudamiento en moneda extranjera de empresas y bancos, y contribuyó a que el crédito creciera a un ritmo insostenible. La caída del precio de las materias primas y la repentina retracción de los flujos de capitales dio lugar a la caída de la inversión fija y destruyó el nexo entre el alto crecimiento de la inversión, la productividad y el salario real. Como resultado, en el primer semestre de 2009 el PIB se desplomó casi un 10% frente al mismo período del año previo. Los datos recientes indican, sin embargo, que la contracción empezó a moderarse: el ritmo de crecimiento de la producción industrial se recuperó al -1,0% en el segundo trimestre de 2009, de su punto mínimo anterior del -40% registrado en los primeros meses del año<sup>3</sup>, y se alivió la presión sobre la cuenta de capital y el tipo de cambio.

Las economías de menor ingreso de la CEI experimentaron una gran caída de la actividad, unida a una devaluación de las monedas (Armenia, la República Kirguisa y Tayikistán). Previamente, muchas economías habían gozado de un rápido crecimiento basado en auges crediticios financiados externamente y en una fuerte demanda interna apuntalada por el ingreso proveniente de las remesas. A medida que estas fuentes de financiación se agotaron, la actividad se frenó, especialmente en el sector de la construcción. La crisis tuvo un efecto particularmente fuerte en Ucrania, importante exportador de acero y deudor en el mercado internacional, y que ahora recibe la asistencia del FMI. Los países de la CEI que exportan energía se desempeñaron relativamente mejor, dada la recuperación del precio de la energía, y su crecimiento se desaceleró levemente durante el primer semestre de 2009. Una excepción

<sup>3</sup> Variación porcentual anualizada del promedio móvil trimestral frente al promedio trimestral anterior.

### Gráfico 2.5. Comunidad de Estados Independientes (CEI): Un arduo camino hacia la recuperación

La grave recesión sufrida por Rusia ha tenido importantes repercusiones en toda la región, debido a la fuerte caída de las remesas y de la demanda de exportaciones. Los países exportadores de energía, con la excepción de Kazajstán, registraron una desaceleración moderada y el descenso de los precios de las materias primas ha provocado un deterioro de los saldos fiscales y externos.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los exportadores netos de energía son Azerbaiyán, Turkmenistán y Uzbekistán. Los estados miembros de bajo ingreso de la CEI son Armenia, Georgia, Moldova, la República Kirguisa y Tayikistán. Otros estados miembros de la CEI incluye Belarús y Ucrania.

<sup>2</sup>ARM: Armenia; AZE: Azerbaiyán; BLR: Belarús; GEO: Georgia; KAZ: Kazajstán; KGZ: República Kirguisa; MDA: Moldova; RUS: Rusia; TJK: Tayikistán; TKM: Turkmenistán; UKR: Ucrania; UZB: Uzbekistán.

ción es la de Kazajstán, cuyo sector financiero, ya debilitado por la retracción repentina de los flujos de capitales de inicios de 2008 y el posterior desplome del mercado inmobiliario, recibió el nuevo golpe de la crisis mundial.

La senda hacia la recuperación será difícil para la mayoría de las economías de la CEI (cuadro 2.5). Se proyecta que en 2009 Rusia atravesará una profunda recesión, previéndose una contracción de su PIB de un 7,5%, seguida en 2010 de una recuperación vacilante ayudada por una política fiscal expansiva, una mejora del precio de las materias primas y las recuperaciones europea y estadounidense. En ausencia de este motor de crecimiento regional, se espera que los países de menor ingreso no exportadores de petróleo de la CEI (Armenia, Moldova, la República Kirguisa y Tayikistán) experimenten en 2009 pronunciadas caídas en su crecimiento, seguidas en 2010 de una leve recuperación, con un crecimiento menor al 3%. Se prevé que la recesión sea muy profunda en Ucrania, país que sigue esforzándose por obtener financiación externa: se proyecta que en 2009 su PIB se sitúe en -14%.

En el caso de las economías que exportan energía, las perspectivas de crecimiento son más propicias. Para 2009, se proyecta que Azerbaiyán y Uzbekistán registren una desaceleración leve, seguida en 2010 de un crecimiento estacionario, al recuperarse los precios de la energía y aumentar la demanda interna, apuntalada por la expansión fiscal. Una excepción es la de Kazajstán: este año se proyecta que la economía se contraiga un 2% mientras atraviesa el ajuste de su sector financiero. La leve recuperación proyectada para 2010 es ante todo el resultado de un programa contra la crisis de US\$10.000 millones cuya meta es recapitalizar los bancos y apuntalar la recuperación económica.

Los riesgos para las perspectivas regionales se inclinan al deterioro, con un mayor riesgo para las economías con recesiones más profundas y que atraviesan una situación difícil en materia de financiamiento. Estas economías disponen de escaso margen para aplicar políticas fiscales de apoyo y es posible que las medidas para liberalizar el crédito solo surtan un efecto limitado. La prolongación de la desaceleración mundial tam-

**Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en la Comunidad de Estados Independientes**

(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor <sup>1</sup>				Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Comunidad de Estados Independientes</b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>2,1</b>	<b>9,7</b>	<b>15,6</b>	<b>11,8</b>	<b>9,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>
Rusia	8,1	5,6	-7,5	1,5	9,0	14,1	12,3	9,9	5,9	6,1	3,6	4,5
Ucrania	7,9	2,1	-14,0	2,7	12,8	25,2	16,3	10,3	-3,7	-7,2	0,4	0,2
Kazajstán	8,9	3,2	-2,0	2,0	10,8	17,2	7,5	6,6	-7,8	5,1	-2,0	3,9
Belarús	8,6	10,0	-1,2	1,8	8,4	14,8	13,0	8,3	-6,8	-8,4	-9,6	-7,1
Turkmenistán	11,6	10,5	4,0	15,3	6,3	14,5	0,4	3,5	15,5	18,7	17,8	29,1
Azerbaiyán	23,4	11,6	7,5	7,4	16,6	20,8	2,2	5,3	28,8	35,5	19,6	23,1
<b>Países de bajo ingreso de la CEI<sup>3</sup></b>	<b>14,2</b>	<b>8,8</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>	<b>12,6</b>	<b>15,9</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>8,2</b>	<b>12,0</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>
Armenia	13,7	6,8	-15,6	1,2	4,4	9,0	3,0	3,2	-6,4	-11,5	-13,7	-13,7
Georgia	12,3	2,1	-4,0	2,0	9,2	10,0	1,2	3,0	-19,7	-22,7	-16,3	-17,6
República Kirguisa	8,5	7,6	1,5	3,0	10,2	24,5	8,0	6,7	-0,2	-8,2	-7,8	-12,4
Moldova	3,0	7,2	-9,0	0,0	12,4	12,7	1,4	7,7	-17,0	-17,7	-11,8	-11,9
Tayikistán	7,8	7,9	2,0	3,0	13,2	20,4	8,0	10,9	-8,6	-7,9	-13,7	-13,3
Uzbekistán	9,5	9,0	7,0	7,0	12,3	12,7	12,5	9,5	7,3	12,8	7,2	6,7
<i>Partidas informativas</i>												
Exportadores netos de energía <sup>4</sup>	8,6	5,8	-6,1	2,1	9,4	14,5	11,5	9,4	5,6	7,0	3,9	5,5
Importadores netos de energía <sup>5</sup>	8,4	4,4	-9,6	2,4	11,3	21,4	13,5	9,1	-5,2	-8,7	-4,5	-4,2

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Georgia y Mongolia, que no pertenecen a la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitud de estructura económica.

<sup>4</sup>Incluye Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán.

<sup>5</sup>Incluye Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania.

bién demoraría la recuperación en Rusia, lo que tendría una repercusión negativa sobre las economías vinculadas estrechamente a su suerte. En el caso de los países exportadores de energía, los riesgos para el futuro se vinculan a la evolución del precio de la energía, que a su vez está ligada al destino de la recuperación mundial durante 2010. Un aspecto favorable es la posibilidad de recibir estímulos de China, que tiene crecientes vínculos comerciales con la región, especialmente con países exportadores de energía, como Kazajstán.

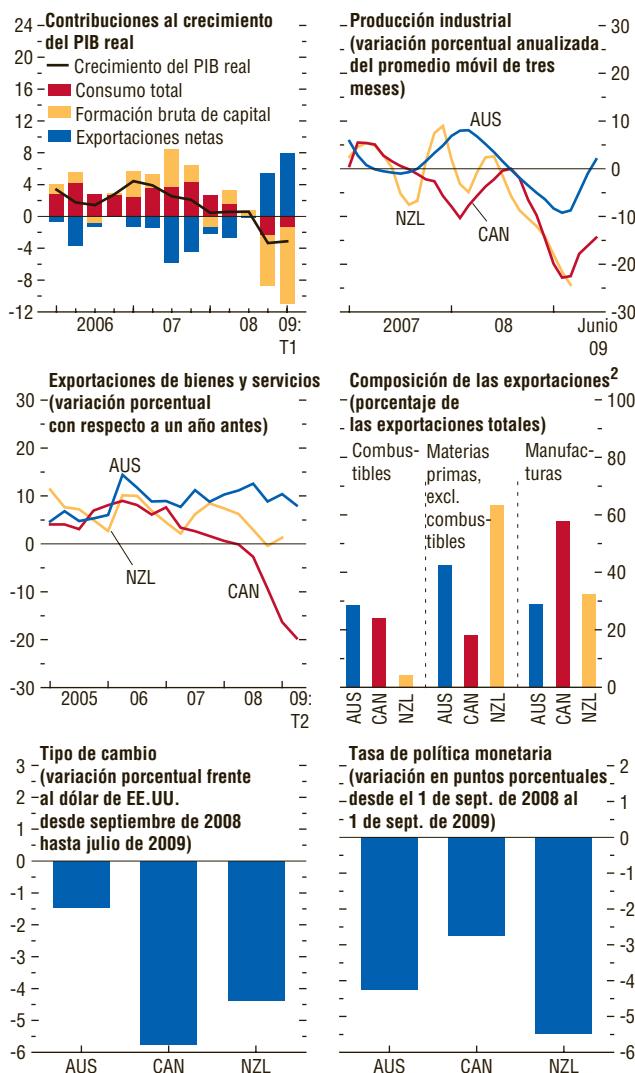
Uno de los desafíos más importantes en materia de política económica, dada la envergadura de la desaceleración, es brindar un apoyo fiscal eficaz. En Rusia las medidas fiscales previstas deberán estar bien dirigidas y tener carácter temporal para mitigar el riesgo de que los déficits se consoliden. Los países que importan energía, duramente azotados por la crisis, deberían apuntar a fomentar la demanda interna mediante transferencias a los grupos más gravemente afectados (como los que

se han visto privados de remesas), pero el alcance de dicho apoyo está limitado por la disponibilidad de fondos y los temores relativos a su sostenibilidad. Es posible que algunas de estas economías deban recurrir a la asistencia multilateral o a un mayor apoyo de donantes. Por otro lado, los países exportadores de energía deberían usar los fondos disponibles para recomponer la demanda interna (por ejemplo, promoviendo la inversión en infraestructura).

El principal reto en materia de política monetaria consiste en encontrar el equilibrio justo entre la estabilidad interna y la externa. Tras las devaluciones de 2009, la política monetaria se orientó a proteger la estabilidad mediante el aumento de las tasas de interés. En países como Rusia, donde estas políticas han tenido éxito y la situación externa es ahora más favorable, se podría flexibilizar la política monetaria para responder al aumento de la brecha del producto. En las economías de menor ingreso de la región debería mantenerse la

### Gráfico 2.6. Australia, Canadá y Nueva Zelanda: Pasar la página<sup>1</sup>

Existen indicios de que la actividad económica está repuntando en estas economías. El desempeño de las exportaciones de Australia ha sido notable. La composición de la exportación (caída de las exportaciones de manufacturas) y los mercados (más dependientes de China) parecen ser las claves de este desempeño.



Fuentes: Haver Analytics; base de datos Comtrade de las Naciones Unidas, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>AUS: Australia; CAN: Canadá; NZL: Nueva Zelanda.

<sup>2</sup>Promedio de 2005 y 2008.

flexibilidad del tipo de cambio para asegurar que la depreciación proteja la competitividad del debilitado sector exportador.

En general, el desafío para las políticas del sector financiero es sentar bases mucho más sólidas que en el pasado para reanudar el crecimiento del crédito. Con este fin, muchas economías deberán formular un enfoque integral que incluya el fortalecimiento de la supervisión de los organismos reguladores y medidas para impedir que la creciente proporción de préstamos en mora cause un problema sistémico. Los responsables de las políticas también deben estar preparados para actuar rápidamente en caso de que reaparezcan las tensiones del sector financiero, aportando liquidez, brindando capital a las instituciones financieras debilitadas pero solventes y facilitando la reestructuración del sector financiero o de otros sectores de la economía.

### Otras economías avanzadas: En la senda de la recuperación

Tras sufrir graves recesiones o desaceleraciones, Australia, Canadá y Nueva Zelanda están en transición a una etapa de recuperación. En el primer trimestre de 2009 el crecimiento del PIB real de Canadá y Nueva Zelanda fue negativo, mientras que el de Australia fue levemente positivo. Sin embargo, la reciente evolución de la producción industrial, las ventas minoristas y los indicadores de confianza indican que Australia está en vías de recuperarse y que las economías de Canadá y Nueva Zelanda se están estabilizando (gráfico 2.6). Se espera que en el segundo semestre de 2009 crecerá la actividad de estas tres economías. El repunte reciente del precio de las materias primas y la menor dependencia de los productos manufacturados ayudaron a las exportaciones, particularmente en el caso de Australia. Debido al débil desempeño registrado durante el primer semestre de 2009, las proyecciones de referencia muestran una contracción del PIB real en 2009, seguida de un crecimiento moderado en 2010 (véase el cuadro 2.1). Si se toma en cuenta el cuarto trimestre de cada año, se proyecta que en 2010 el crecimiento del PIB real de estas econo-

mías será del orden del 3%. Nueva Zelanda y, en menor medida, Australia, con sus cuantiosas deudas externas de corto plazo, están más expuestas al debilitamiento de la confianza de los inversores que otras economías avanzadas.

Australia, Canadá y Nueva Zelanda aprovecharon el prolongado período de prosperidad previo a la actual recesión mundial para instaurar sólidos marcos macroeconómicos y de regulación. Como resultado, contaron con un amplio margen de maniobra para instrumentar políticas expansivas a fin de limitar el daño derivado de la recesión mundial y apuntalar la recuperación según sea necesario. Desde el 1 de septiembre de 2008, los bancos centrales de estos países han reducido considerablemente sus tasas de interés (entre 275 y 550 puntos básicos). El tipo de cambio flotante ha actuado como amortiguador y ha contribuido a mitigar el efecto de los shocks externos. Se están instrumentando grandes programas de estímulo fiscal para 2009 y 2010 que contribuyan a apuntalar la demanda interna, en el orden del 2% del PIB en el caso de Canadá y Australia. En caso de que la recuperación sea inestable, estas economías tendrán más margen para aplicar estímulos, tanto monetarios como fiscales (Australia y Canadá). No obstante, estos países afrontan importantes desafíos. Se deben formular e implementar estrategias que reviertan las políticas expansivas y sigan fortaleciendo la supervisión y la regulación en materia financiera. En concreto, deben instrumentarse las directrices sobre liquidez para alentar a los bancos de Nueva Zelanda y Australia a reducir su dependencia del financiamiento mayorista a corto plazo, mientras que Canadá debe llevar a cabo la anunciada iniciativa de centralizar la supervisión de los valores.

### **América Latina y el Caribe: Los marcos de política económica favorecieron la capacidad de resistencia**

La región de América Latina y el Caribe muestra señales de estabilización y recuperación. Estas economías se ven favorecidas por la mejora de la situación internacional del mercado financiero y

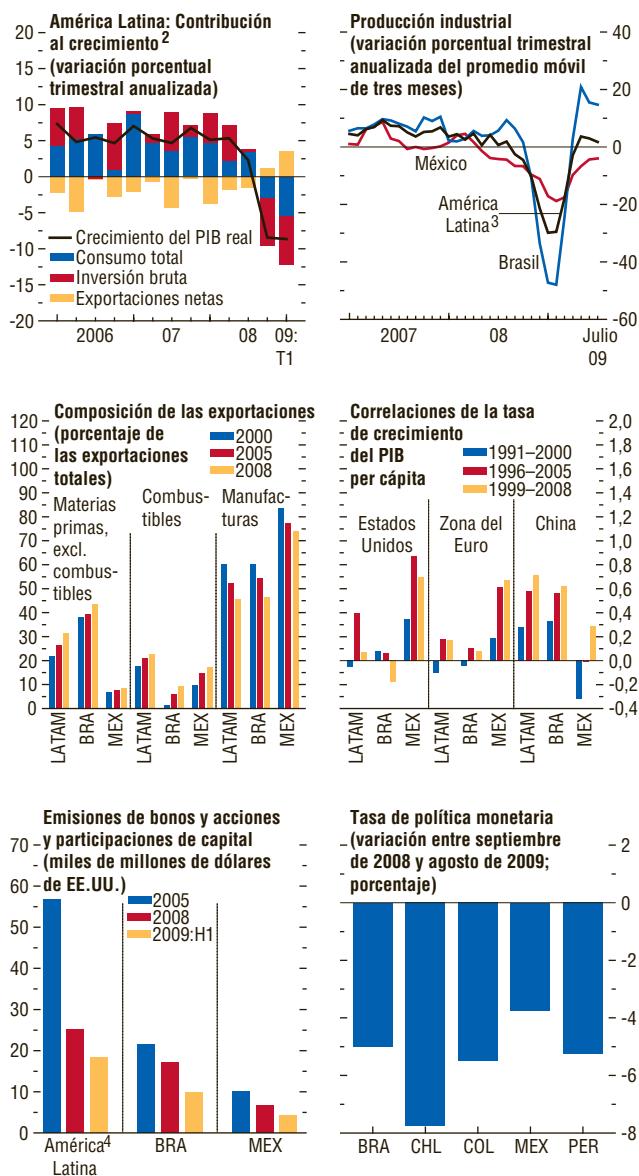
el de materias primas, y por el fortalecimiento de los marcos de política económica que favorecieron la capacidad de resistencia y permitieron adoptar medidas oportunas para apuntalar la actividad.

La actividad se contrajo en el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, mientras que el consumo, la inversión y la exportación cayeron con fuerza como resultado de condiciones financieras externas más restrictivas, el deterioro de la demanda externa en la región y un volumen menor de remesas de los trabajadores. El deterioro de la actividad varió por países y dependió en gran medida de la naturaleza y la intensidad de los shocks externos y de las características propias de cada país. Por ejemplo, la merma en las remesas de los trabajadores y de los ingresos por turismo afectó gravemente a varias economías de América Central y el Caribe. Los exportadores netos de materias primas, incluidas las principales economías de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), sufrieron perjuicios en su relación de intercambio. Las economías con un fuerte componente de recursos energéticos, como Bolivia, Ecuador y Trinidad y Tobago, registraron pérdidas especialmente importantes en sus ingresos de exportación. Para muchas economías de la región, la intensidad de estos shocks se vio mitigada por el aumento de la capacidad de instrumentar políticas monetarias y fiscales anticíclicas, la mayor resistencia del sector financiero y la buena disposición para utilizar el tipo de cambio como amortiguador de shocks.

Existen indicios de que la recuperación se puso en marcha durante el segundo trimestre de 2009; encabezada por Brasil, debería cobrar una velocidad moderada en el segundo semestre del año (gráfico 2.7). Se reanudaron los flujos de capitales hacia la región y se redujeron los diferenciales de la deuda soberana. La producción industrial repuntó en muchas economías, particularmente en Brasil, y la contracción mexicana se está moderando. La reciente recuperación del precio de las materias primas también está mejorando el panorama global de la región, dada la importancia de la exportación de materias primas. La confianza de los consumidores y de las empresas mejoró, y las ventas minoristas repuntaron.

### Gráfico 2.7. América Latina: La recuperación, al alcance de la mano<sup>1</sup>

La recuperación en América Latina, encabezada por Brasil, varía entre los países de la región. Se prevé que México, la economía más duramente golpeada por la crisis en América, comenzará a recuperarse a finales de este año. Las diferencias en la composición y el destino de las exportaciones y otros factores, como el grado de integración en la economía mundial y la respuesta de política económica frente a la crisis, explican estas diferencias.



Fuentes: Dealogic; Haver Analytics; base de datos Comtrade de las Naciones Unidas, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>América Latina: BRA: Brasil; CHL: Chile; COL: Colombia; MEX: México; PER: Perú. América Latina comprende los países mencionados y Argentina, Ecuador, Uruguay y Venezuela.

<sup>2</sup>América Latina, excluido Uruguay.

<sup>3</sup>América Latina, excluidos Ecuador y Uruguay.

<sup>4</sup>América Latina, excluidos Ecuador, Uruguay y Venezuela.

A pesar de estas señales positivas, aún se proyecta que en 2009 el PIB real de la región se contraiga un 2,5% (cuadro 2.6), debido al bajo nivel de actividad registrado en el primer semestre del año, antes de crecer un 2,9% en 2010. El ritmo de la recuperación, sin embargo, no es uniforme en todas las economías. Brasil tomará la delantera, en parte debido a su gran mercado interno y la diversificación de su producción y sus mercados de exportación, en especial sus crecientes vínculos con Asia. La economía peruana, tras varios años de crecimiento rápido, prácticamente se estancó en el primer semestre de 2009, pero retomará un fuerte crecimiento en el segundo semestre del año. En cambio, México, el país más afectado de América<sup>4</sup> se recuperará en forma más lenta porque su economía ha sufrido una caída más aguda debida a su fuerte integración comercial y su gran dependencia de Estados Unidos y de la exportación manufacturera.

Las presiones inflacionarias en la región disminuyeron, como reflejo de la persistente falta de dinamismo de la actividad económica y las grandes brechas del producto. En particular, se proyecta una caída de la inflación de su nivel del orden del 8% en 2008 al 6,1% en 2009 y al 5,2% en 2010. A pesar de la posible repercusión de la depreciación de la moneda, los regímenes de metas de inflación contribuyeron a contener las expectativas en materia de precios y se proyecta que la inflación de estas economías oscilará entre el 2% y el 5%. Venezuela seguirá registrando la tasa de inflación más elevada de América, debido a su fuerte gasto público y su política monetaria expansiva; en cuanto a Argentina, los datos sobre la tasa de inflación registrada aún son un aspecto controvertido<sup>5</sup>. Se proyecta que en 2009 el actual déficit en cuenta corriente de la región se ampliará levemente, aunque seguirá

<sup>4</sup>La gripe porcina ha exacerbado el efecto adverso de la recesión mundial sobre Argentina y México. Se estima que en 2009 las pérdidas registradas en el crecimiento del PIB real relacionadas con esta enfermedad en México están entre  $\frac{1}{2}\%$  y 1%.

<sup>5</sup>Las autoridades han creado un consejo de asesores académicos para evaluar estas cuestiones.

**Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de América**

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor <sup>1</sup>				Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>América</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>
<b>América del Sur y México<sup>3</sup></b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>5,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
Argentina <sup>4</sup>	8,7	6,8	-2,5	1,5	8,8	8,6	5,6	5,0	1,6	1,4	4,4	4,9
Brasil	5,7	5,1	-0,7	3,5	3,6	5,7	4,8	4,1	0,1	-1,8	-1,3	-1,9
Chile	4,7	3,2	-1,7	4,0	4,4	8,7	2,0	2,3	4,4	-2,0	0,7	-0,4
Colombia	7,5	2,5	-0,3	2,5	5,5	7,0	4,6	3,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,1
Ecuador	2,5	6,5	-1,0	1,5	2,3	8,4	5,0	3,0	3,5	2,3	-3,1	-3,0
Méjico	3,3	1,3	-7,3	3,3	4,0	5,1	5,4	3,5	-0,8	-1,4	-1,2	-1,3
Perú	8,9	9,8	1,5	5,8	1,8	5,8	3,2	2,0	1,1	-3,3	-2,1	-2,3
Uruguay	7,6	8,9	0,6	3,5	8,1	7,9	7,5	7,4	-0,3	-4,6	-1,6	-2,0
Venezuela	8,4	4,8	-2,0	-0,4	18,7	30,4	29,5	30,0	8,8	12,3	1,8	5,4
<b>América Central<sup>5</sup></b>	<b>6,9</b>	<b>4,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>6,8</b>	<b>11,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-9,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-6,6</b>
<b>El Caribe<sup>5</sup></b>	<b>5,6</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>6,7</b>	<b>11,9</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,3</b>

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Incluye Bolivia y Paraguay.

<sup>4</sup>Las estimaciones de analistas privados indican que la inflación según el índice de precios al consumidor (IPC) ha sido considerablemente más alta. Se ha creado un consejo de consultores académicos para evaluar esta cuestión. Los analistas privados también consideran que el crecimiento del PIB real ha sido mucho menor de lo indicado en los informes oficiales desde el último trimestre de 2008.

<sup>5</sup>Los países que integran estos grupos regionales se presentan en el cuadro F del apéndice estadístico.

siendo moderado, impulsado por la fuerte caída del superávit en cuenta corriente de Venezuela y otros países exportadores de energía. Sin embargo para 2009 se prevé una reducción del déficit en cuenta corriente de varias economías de la región, incluida la mayoría de los países de América Central, a medida que la importante contracción de la importación vaya compensando la disminución de la exportación.

Los riesgos de deterioro de estas perspectivas se alejan, pero aún son preocupantes. Una recuperación mundial más débil de la esperada podría dar lugar a una caída simultánea de la exportación y las remesas, atenuando las posibilidades de recuperación en algunas economías. Una mayor restricción de las condiciones financieras mundiales podría incrementar el costo del financiamiento externo y reducir los flujos de capitales, afectando a algunas de las empresas y gobiernos más vulnerables de la región.

La respuesta de política económica ante los shocks externos ha sido veloz y, en algunos casos,

decidida<sup>6</sup>. Las economías con metas de inflación (Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Uruguay) presentaban mayor margen de acción para aplicar políticas que otras, lo que denota el fortalecimiento del marco de política económica y de los fundamentos macroeconómicos en el momento de comenzar la recesión mundial. En particular, desde septiembre de 2008 estas economías redujeron sus tasas de interés de intervención entre 375 y 775 puntos básicos, al tiempo que dejaron flotar sus monedas. Otros bancos centrales de la región (incluidos los de la República Dominicana y Venezuela) también distendieron sus condiciones monetarias. Varios países complementaron dichas políticas con medidas para suministrar liquidez, incluso a través de la reducción de los encajes (Argentina, Brasil,

<sup>6</sup> Algunos países de la región actualmente reciben asistencia del FMI. Costa Rica, El Salvador y Guatemala reciben asistencia en materia de balanza de pagos y México tiene acceso a la nueva Línea de Crédito Flexible.

Colombia y Perú) y la ampliación del conjunto de instrumentos utilizables en la ventanilla de descuento. Estos bancos centrales deberían mantener sus tasas de interés en un nivel bajo hasta que la recuperación esté firmemente en marcha y las presiones inflacionarias alcistas se tornen relevantes. En caso de que el crecimiento sea menor de lo esperado, es posible que algunas economías tengan margen de maniobra para reducir aún más sus tasas de interés.

Por primera vez en décadas, la política fiscal de muchas economías de la región fue anticíclica. Esto obedece a la mejora del marco macroeconómico, el menor nivel de deuda y el aumento de las reservas. Varios países de la región anunciaron programas de estímulo fiscal que oscilan entre el  $\frac{1}{2}\%$  del PIB, en Brasil, y alrededor del 3% del PIB, en Chile. La instrumentación oportuna de estos programas resultó útil para apuntalar la recuperación, en tanto que el aumento de la cobertura de los programas sociales mitigó el costo social de la desaceleración. La caída del ingreso petrolero y de la actividad económica dio lugar a un marcado deterioro del saldo fiscal de algunas economías (Venezuela), reduciendo considerablemente la posibilidad de aplicar nuevos estímulos fiscales. Además, en muchos países caribeños el margen para implementar políticas fiscales anticíclicas es limitado, debido a la aguda caída de su ingreso presupuestario, el alto nivel de endeudamiento y el acceso limitado al financiamiento externo.

Los sistemas financieros nacionales de América Latina sobrellevaron la crisis financiera mundial en forma bastante satisfactoria. En particular, los sistemas bancarios mantuvieron su solidez en general, lo que obedece en parte a los importantes cambios normativos y en materia de supervisión adoptados antes de la crisis mundial. Al desacelerarse el crecimiento del crédito al sector privado, se alentó a los bancos públicos a aumentar sus operaciones de crédito a las empresas privadas (en particular en Brasil). Este hecho debe seguirse de cerca para evitar el crecimiento de la deuda pública contingente.

La región afronta importantes retos de mediano plazo. La continuidad de los avances es funda-

mental para fortalecer los marcos de gestión fiscal y financiera, incluida la adopción de una estrategia a largo plazo en materia de política fiscal. En algunos países también se deben realizar reformas del sistema tributario y de jubilaciones, concretamente en aquellos donde el ingreso fiscal depende en gran medida de la venta de energía. A fin de aumentar su resistencia ante futuros shocks externos, los países exportadores de petróleo y materias primas deberían contemplar la posibilidad de crear o mejorar marcos de política económica anticíclica vinculada al precio del petróleo y de las materias primas, teniendo en cuenta la experiencia exitosa de Chile. Estos países también deben garantizar que los regímenes de inversión ofrezcan incentivos suficientes para dirigir la inversión a nuevas instalaciones e impedir que se reduzca la capacidad de producción.

### Oriente Medio: Fortalecimiento de las perspectivas de crecimiento

Las perspectivas de Oriente Medio han mejorado últimamente, debido a la estabilización de la economía mundial y el repunte del precio del petróleo. Estas economías se vieron muy afectadas por la recesión mundial y, como resultado, el crecimiento se desaceleró marcadamente. Particularmente perjudiciales para las economías de la región fueron el desplome del precio del petróleo y la marcada contracción de las remesas de los trabajadores y de la inversión extranjera directa. Sin embargo, la reciente mejora de la situación financiera mundial y el aumento del precio de las materias primas están ayudando a recobrar el ritmo de la actividad económica. De todas formas, las repercusiones del desplome del precio de los activos regionales aún afectan el panorama en forma negativa.

Para 2009, se proyecta un crecimiento del PIB real del 2% y de casi el 4 $\frac{1}{4}\%$  para 2010 (gráfico 2.8; cuadro 2.7). En cuanto al crecimiento del PIB real de los países importadores de petróleo, se prevé que en 2009 sea del orden del 4 $\frac{1}{2}\%$ , cifra que triplica con creces la tasa de crecimiento de los países que exportan este producto. La fuerte desaceleración de

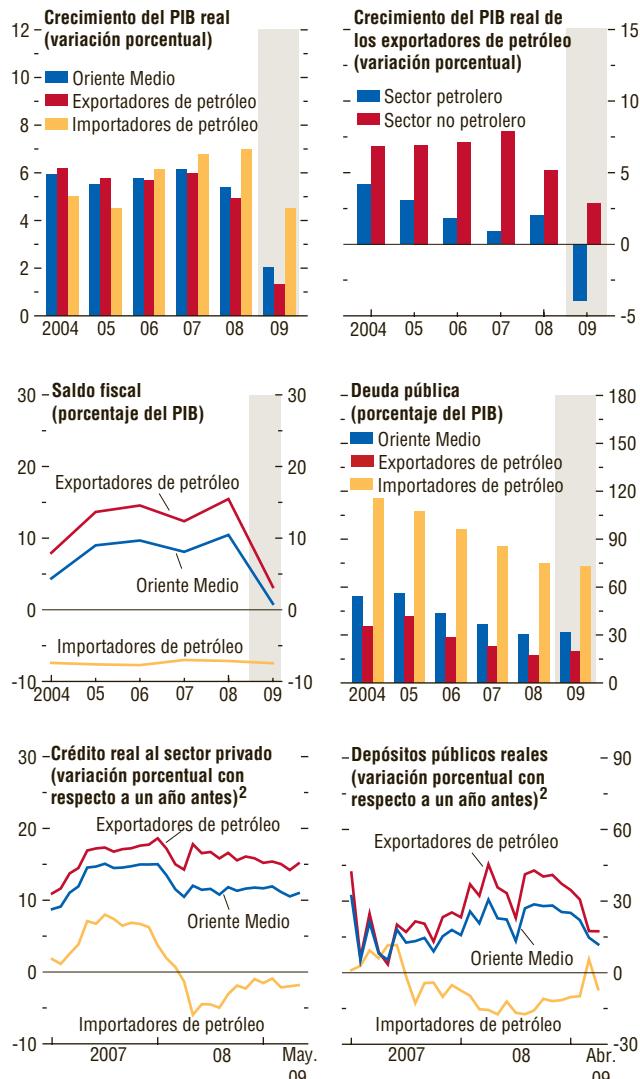
la actividad de estos últimos obedece al recorte de la producción petrolera, fruto de los esfuerzos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo por estabilizar los precios, si bien la mayoría de estos países mantuvo un fuerte crecimiento del gasto público para ayudar a sus sectores no petroleros. Parte de este gasto extendió sus efectos a los países de la región que no producen petróleo, apuntalando considerablemente sus economías. Dentro de este conjunto regional existen importantes diferencias entre países. Por ejemplo, entre los exportadores de petróleo, el sector no exportador de Emiratos Árabes Unidos se vio muy afectado por sus vínculos con los mercados comerciales y financieros mundiales y por la caída de los precios inmobiliarios. En cambio, Líbano sigue mostrando una sólida resistencia a la crisis mundial porque la mejora de su situación en materia de seguridad impulsó la actividad económica, particularmente de los servicios turísticos y financieros.

La inflación de Oriente Medio disminuyó al desacelerarse las economías. Para toda la región, se proyecta que la inflación se reducirá del 15% alcanzado en 2008 al 8,3% en 2009. En el plano nacional, se prevé que Jordania y Líbano experimentarán la caída más pronunciada de la inflación (del nivel superior al 10% registrado en 2008 a un nivel bajo en la franja menor al 10% en 2009), debido a la disminución del precio del combustible y los alimentos que experimentaron estas economías dependientes de la importación. Sin embargo, en Egipto y República Islámica del Irán se prevé que la inflación permanecerá por encima del 10%. Se proyecta que en 2009 el actual superávit en cuenta corriente de la región se reducirá en 15<sup>3/4</sup>% del PIB, principalmente debido a una fuerte reducción de la exportación petrolera (Arabia Saudita, Kuwait y Qatar).

El principal riesgo que enfrenta este panorama es la posibilidad de que la recuperación mundial no se sostenga y de que el precio del petróleo caiga fuertemente, lo que podría tener importantes repercusiones sobre los países exportadores de petróleo y sus socios comerciales en la región. Los países exportadores de petróleo quizás deban recortar su gasto público a fin de reafirmar su

### Gráfico 2.8. Oriente Medio: Recuperación del crecimiento<sup>1</sup>

Las perspectivas de crecimiento en Oriente Medio son ahora más favorables gracias a la mejora de las condiciones financieras mundiales y al repunte de los precios del petróleo. Las políticas deberán seguir brindando apoyo al crecimiento económico tras la desaparición del crédito bancario y el colapso de los precios de los activos, que inciden en el dinamismo de la recuperación.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los países exportadores de petróleo son Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Iraq, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República Islámica del Irán y la República del Yemen. Los países importadores de petróleo son Egipto, Jordania, Líbano y la República Árabe Siria.

<sup>2</sup>Deflactado por el índice de precios al consumidor.

**Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Oriente Medio**

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor <sup>1</sup>				Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Oriente Medio</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>11,2</b>	<b>15,0</b>	<b>8,3</b>	<b>6,6</b>	<b>18,1</b>	<b>18,3</b>	<b>2,6</b>	<b>7,9</b>
<b>Exportadores de petróleo<sup>3</sup></b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,3</b>	<b>4,2</b>	<b>11,8</b>	<b>15,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>21,5</b>	<b>21,8</b>	<b>4,0</b>	<b>10,4</b>
Irán, República Islámica del	7,8	2,5	1,5	2,2	18,4	25,4	12,0	10,0	11,9	6,7	3,0	3,6
Arabia Saudita	3,3	4,4	-0,9	4,0	4,1	9,9	4,5	4,0	24,3	28,6	4,1	11,4
Emiratos Árabes Unidos	6,3	7,4	-0,2	2,4	11,1	12,3	2,5	3,3	16,1	15,7	-1,6	5,2
Kuwait	2,5	6,3	-1,5	3,3	5,5	10,5	4,6	4,4	44,7	44,7	29,4	35,3
<b>Mashreq</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>	<b>12,3</b>	<b>13,0</b>	<b>7,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,4</b>
Egipto	7,1	7,2	4,7	4,5	11,0	11,7	16,2	8,5	1,9	0,5	-2,4	-2,8
República Árabe Siria	4,2	5,2	3,0	4,2	4,7	15,2	7,5	6,0	-3,3	-4,0	-3,2	-4,3
Jordania	8,9	7,9	3,0	4,0	5,4	14,9	0,2	4,0	-17,2	-11,3	-10,0	-8,8
Líbano	7,5	8,5	7,0	4,0	4,1	10,8	2,5	3,5	-6,8	-11,6	-11,3	-10,5
<i>Partida informativa</i>												
Israel	5,2	4,0	-0,1	2,4	0,5	4,6	3,6	2,0	2,8	1,0	3,2	2,4

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Los países que integran este grupo figuran en el cuadro E del apéndice estadístico.

situación fiscal. Esta compresión del gasto podría tener una importante repercusión en el plano regional sobre los países importadores de petróleo, al reducir considerablemente las remesas de los trabajadores. Otro riesgo consiste en que los sistemas bancarios de varios países exportadores de petróleo sufran graves presiones si las condiciones financieras internacionales vuelven a tornarse más restrictivas.

Las políticas públicas deberían orientarse a apuntalar la demanda interna mientras la recuperación siga siendo frágil, siempre que los países cuenten con suficiente margen para aplicar medidas de política económica. La política monetaria debería equilibrar la necesidad de seguir fomentando la demanda interna y a la vez evitar el riesgo de permitir que las presiones inflacionarias aumenten (Egipto). Algunas economías redujeron sus tasas de interés (Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Kuwait) al caer la inflación. Actualmente, si bien el campo de acción para seguir recortando las tasas de interés es limitado, algunos bancos centrales podrían reducir moderadamente sus tasas de interés en caso de que sus economías se desaceleren.

En muchas economías de Oriente Medio, las políticas fiscales apuntalaron la demanda interna. En particular, los países exportadores de petróleo mantuvieron un alto nivel de gasto público a pesar de la fuerte caída del ingreso. Los países con margen de maniobra fiscal deberían seguir aplicando estas políticas (que actúan en forma similar a los estabilizadores automáticos) para ayudar a que la recuperación cobre impulso. Arabia Saudita, que presentaba un importante superávit fiscal durante el auge del precio del petróleo, está implementando el mayor programa de estímulo fiscal (como porcentaje del PIB) de los países del G-20. No obstante, los países con una situación fiscal más endeble deberían recortar el gasto improductivo para evitar una evolución insostenible de la deuda. Como parte de dichos esfuerzos, deberían ponerse freno a las políticas de subsidios.

Una tarea importante para algunos países de la región es devolver la solidez a los sectores financieros y sentar las bases para una mayor estabilidad. Los organismos de supervisión bancaria deberían seguir de cerca la evolución de la solidez de estas instituciones, particularmen-

te en el Consejo de Cooperación del Golfo, incluso mediante pruebas de tensión periódicas, y deberían evaluar las posibles necesidades de recapitalización. También se debe avanzar en la instauración de mecanismos de supervisión internacional. El crédito bancario al sector privado en la región se agotó tras los problemas atravesados por el sector financiero en Bahrein y Dubai, principales centros financieros de la región, lo que socava la solidez de la recuperación<sup>7</sup>. Para apuntalar sus sistemas bancarios, algunos bancos centrales han inyectado liquidez, mientras que otros ofrecieron garantías para los depósitos del sector privado y aumentaron sus propios depósitos en los bancos comerciales. Por último, los fondos soberanos de inversión deberían gestionarse conforme a marcos más transparentes, particularmente debido a su creciente participación en las economías nacionales.

### **África: Recobrar el impulso**

El crecimiento en África se desaceleró considerablemente como resultado del desplome del comercio mundial y los trastornos sufridos por los mercados financieros mundiales, pero se espera que el crecimiento recobre el impulso a medida que la recuperación se ponga en marcha. Al principio, el efecto de la recesión mundial se hizo sentir con mayor fuerza en las economías más integradas en los mercados financieros mundiales, incluida la economía sudafricana. Posteriormente, al desplomarse el comercio mundial, el efecto de la caída de los flujos financieros se propagó a los países exportadores de petróleo (incluidos Argelia, Angola, Libia y Nigeria), de manufacturas (Marruecos y Túnez) y de materias primas (Botswana). La reciente mejora de la situación financiera y del precio de las materias primas, no obstante, contribuirá a que estas economías se recuperen del daño sufrido.

<sup>7</sup>Dubai se vio particularmente afectado por la corrección del precio de los activos que empezó en el segundo trimestre de 2008 y se intensificó con la escalada de la crisis financiera mundial de septiembre de 2008.

Se proyecta que el crecimiento del PIB real en África disminuirá de un promedio del 6% registrado en 2004–08 a un 1¾% en 2009, antes de acelerarse al 4% en 2010 (cuadro 2.8). Estos resultados de crecimiento, si bien decepcionantes a tenor de la experiencia de mediados de la década del 2000, siguen siendo alentadores, dada la gravedad de los shocks externos. Un factor importante tras este resultado fue que muchos gobiernos de la región pudieron utilizar el saldo fiscal como amortiguador de shocks, lo que ayudó a sostener la demanda interna y contener la pérdida de empleo. Se espera que la exportación neta reste fuerzas al crecimiento, principalmente como reflejo de la marcada caída de la exportación regional (gráfico 2.9). En relación con su desempeño de 2004–08, se prevé que los países exportadores de petróleo (Angola, Guinea Ecuatorial y Nigeria) experimentarán en 2009 la desaceleración más aguda de su crecimiento, debido a la fuerte caída del ingreso petrolero. También se proyecta una desaceleración del crecimiento del PIB en los países importadores de petróleo del orden del 5% en 2004–08 al 1½% en 2009, al contraerse la exportación. En cuanto a Sudáfrica, país importador de petróleo cuya economía es la más importante de la región, se prevé que en 2009 su PIB real se contraerá un 2,2%. Se espera que el crecimiento se reanudará durante el segundo semestre de 2009, apuntalado por políticas fiscales y monetarias expansivas y la recuperación proyectada del comercio mundial. También se espera que el repunte reciente de los flujos de capitales hacia Sudáfrica contribuya a la recuperación, particularmente con la reciente mejora de la calificación de su crédito soberano. Botswana y Seychelles son dos de las economías más afectadas por la recesión mundial. La economía de Botswana se ve castigada por el desplome de la demanda internacional de diamantes; en Seychelles, que está llevando a cabo un programa integral de reforma, la economía sufre el efecto de una pronunciada contracción del ingreso turístico. Por otra parte, muchos países de bajo ingreso de la región con una exportación de materias primas más diversificada parecen capear bastante bien la recesión mundial y están

**Cuadro 2.8. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de África**  
*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor <sup>1</sup>				Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>África</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>	<b>6,0</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,7</b>
<b>Magreb</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>12,0</b>	<b>10,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,8</b>
Argelia	3,0	3,0	2,1	3,7	3,6	4,5	4,6	3,4	22,6	23,2	2,7	7,3
Marruecos	2,7	5,6	5,0	3,2	2,0	3,9	2,8	2,8	-0,1	-5,4	-5,5	-4,7
Túnez	6,3	4,6	3,0	4,0	3,1	5,0	3,5	3,4	-2,5	-4,2	-3,8	-2,9
<b>Subsahariana</b>	<b>7,0</b>	<b>5,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,1</b>	<b>6,8</b>	<b>11,9</b>	<b>10,5</b>	<b>7,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,7</b>
<b>Cuerno de África<sup>3</sup></b>	<b>10,4</b>	<b>8,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>11,2</b>	<b>18,7</b>	<b>21,0</b>	<b>7,4</b>	<b>-10,1</b>	<b>-8,1</b>	<b>-9,0</b>	<b>-9,2</b>
Etiopía	11,5	11,6	7,5	7,0	15,8	25,3	36,4	5,1	-4,5	-5,6	-5,6	-9,3
Sudán	10,2	6,8	4,0	5,5	8,0	14,3	11,0	9,0	-12,5	-9,0	-11,2	-9,1
<b>Grandes Lagos<sup>3</sup></b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>9,1</b>	<b>11,9</b>	<b>14,9</b>	<b>8,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>-9,4</b>
Congo, Rep. Dem. del	6,3	6,2	2,7	5,4	16,7	18,0	39,2	14,6	-1,5	-15,3	-14,6	-23,7
Kenya	7,1	1,7	2,5	4,0	9,8	13,1	12,0	7,8	-4,1	-6,8	-8,1	-6,3
Tanzanía	7,1	7,4	5,0	5,6	7,0	10,3	10,6	4,9	-9,0	-9,7	-9,9	-9,1
Uganda	8,4	9,0	7,0	6,0	6,8	7,3	14,2	10,8	-3,1	-3,2	-5,5	-5,7
<b>África meridional<sup>3</sup></b>	<b>11,6</b>	<b>8,5</b>	<b>0,0</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>12,6</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>	<b>6,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>-3,8</b>
Angola	20,3	13,2	0,2	9,3	12,2	12,5	14,0	15,4	15,9	7,5	-3,4	2,2
Zimbabwe <sup>4</sup>	-6,9	-14,1	3,7	6,0	-72,7	156,2	9,0	12,0	-10,7	-29,5	-21,4	-19,9
<b>África occidental y central<sup>3</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,8</b>	<b>6,6</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>1,4</b>	<b>4,3</b>
Ghana	5,7	7,3	4,5	5,0	10,7	16,5	18,5	10,2	-12,0	-18,7	-12,7	-15,4
Nigeria	7,0	6,0	2,9	5,0	5,4	11,6	12,0	8,8	18,8	20,4	6,9	13,8
<b>Zona del franco CFA<sup>3</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>	<b>7,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,1</b>
Camerún	3,3	2,9	1,6	2,7	1,1	5,3	2,9	2,0	-0,8	-1,0	-7,2	-4,6
Côte d'Ivoire	1,6	2,3	3,7	4,0	1,9	6,3	5,9	3,2	-0,7	2,4	24,6	1,1
<b>Sudáfrica</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>7,1</b>	<b>11,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>-7,3</b>	<b>-7,4</b>	<b>-5,0</b>	<b>-6,5</b>
<i>Partidas informativas</i>												
Importadores de petróleo	5,3	4,7	1,4	3,3	6,3	10,8	8,9	5,7	-5,2	-7,1	-5,7	-7,3
Exportadores de petróleo <sup>5</sup>	7,8	6,1	2,2	5,1	5,5	9,4	9,4	7,8	14,8	14,9	0,9	6,2

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Los países que integran este grupo regional figuran en el cuadro F del apéndice estadístico.

<sup>4</sup>El dólar de Zimbabwe dejó de circular a principios de 2009. Los datos se basan en las estimaciones del personal técnico del FMI sobre la evolución de los precios y el tipo de cambio en dólares de EE.UU.

<sup>5</sup>Los países que integran este grupo figuran en el cuadro E del apéndice estadístico.

listos para volver a la senda de crecimiento más elevado de mediados de la década del 2000.

En cuanto a la inflación regional, se proyecta que caerá de su nivel del 10½% alcanzado en 2008 al 9% en 2009, antes de ceder al 6½% en 2010. Sin contar Zimbabue, país sobre el cual no hay datos fidedignos, hay tres economías (Etiopía, la República Democrática del Congo y Seychelles) con una tasa promedio de inflación proyectada para 2009 que supera el 20%. En cambio, se espera que la mayoría de las economías que integran la zona del franco CFA y la región del Magreb pre-

senten tasas de inflación inferiores al 5%. A diferencia de la experiencia anterior, muchos países de la región han contado ahora con margen de política fiscal para permitir que actúen los estabilizadores automáticos. Como resultado, se proyecta que el saldo fiscal de la región pasará de un superávit superior a ½% del PIB en 2008 a un déficit del 4½% del PIB en 2009. El aumento del margen para aplicar medidas económicas se logró mediante políticas fiscales relativamente prudentes, unidas al alivio de la deuda recibido en años recientes.

El panorama de la región está expuesto a considerable incertidumbre. Una recuperación de la economía mundial más endeble de lo esperado desaceleraría la recuperación del mercado de materias primas y empeoraría las perspectivas de que se reciban afluencias, incluso remesas e inversión extranjera directa. Además, la mayor restricción de las condiciones financieras mundiales puede repercutir en los mercados emergentes de la región, aunque probablemente en forma más leve que en otros mercados, dada su dependencia relativamente limitada del financiamiento privado. Sin embargo, es posible que los países donantes, atascados ellos mismos en graves recesiones, reduzcan sus flujos de asistencia a la región, lo que acarrearía serias repercusiones sobre los países donde los recursos provenientes de la asistencia externa representan una importante fracción del ingreso total. La pobreza también podría aumentar considerablemente en la región de África subsahariana, al contraerse el PIB en 2009 —la primera reducción en una década—, aumentar el desempleo y padecer la carencia de redes de protección social amplias.

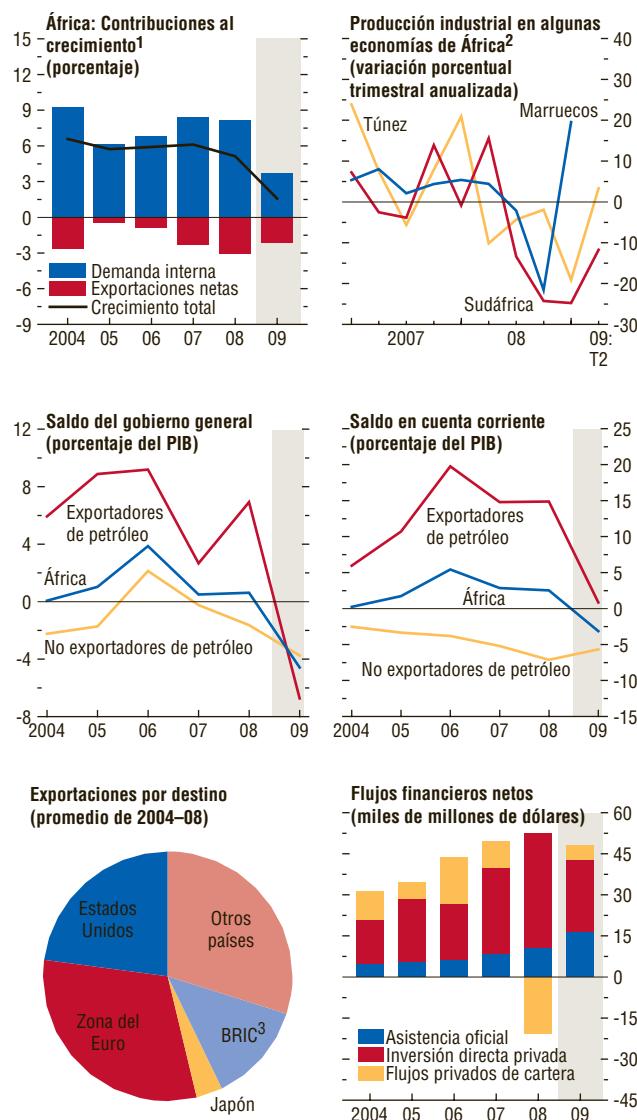
La política económica debería orientarse hacia la mitigación del efecto de la recesión mundial sobre la actividad económica y la pobreza y, al mismo tiempo, seguir fortaleciendo las bases para un crecimiento sostenido.

Las medidas de política fiscal deberían apuntalar la recuperación económica. En países con margen de maniobra para aplicar políticas, la prioridad es implementar las ya anunciadas medidas de estímulo. A medida que la recuperación arraigue firmemente, el enfoque de la política fiscal debería reorientarse hacia factores de crecimiento y sostenibilidad fiscal. Los países sin margen para aplicar políticas deberían concentrarse en volver a establecer las prioridades en materia de gasto o aumentar el ingreso, lo que permitiría gastar en infraestructura y redes de protección social sin perjudicar la sostenibilidad de la deuda.

La política monetaria debería seguir apuntalando la demanda interna y los tipos de cambio deberían actuar como amortiguadores de shocks externos. En los países con alto nivel de inflación, los bancos centrales deberían reiterar su compro-

### Gráfico 2.9. África: Economías resistentes

África ha resistido bien la recesión mundial. Existen indicios de que las condiciones económicas están mejorando, impulsadas por la demanda interna y el alza de los precios de las materias primas. Las políticas adoptadas han contribuido en gran medida a respaldar la demanda interna.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*; base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Excluidos la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, y Sudán.

<sup>2</sup>Los datos correspondientes a Marruecos y Túnez se desestacionalizaron utilizando la metodología TRAMO-SEAT desarrollada por el Banco de España. Los datos correspondientes a Sudáfrica fueron desestacionalizados por la fuente.

<sup>3</sup>Brasil, Rusia, India y China.

miso con una inflación baja y, si fuera necesario, tornar más estricta su política monetaria. En los países con tasas reducidas de inflación y tipo de cambio flexible, la política monetaria debería seguir apuntalando la demanda interna hasta que el crecimiento vuelva al buen camino.

En gran medida, las instituciones financieras de la región han mostrado resistencia ante la desaceleración. Sin embargo, los balances de los bancos de algunas economías se han visto afectados por la desaceleración regional. Los organismos de supervisión financiera deberían identificar las vulnerabilidades del sector bancario, incluso mediante pruebas de tensión frecuentes, para identificar el riesgo crediticio y posibles problemas de liquidez y solvencia, así como adoptar medidas según sea necesario.

Más allá de los retos de corto plazo, África debe avanzar en la adopción de un conjunto de reformas para fortalecer la resistencia de la región ante los shocks externos y las perspectivas

de crecimiento. Debe imprimirse mayor impulso a la formulación e implementación de políticas públicas adecuadas y transparentes, incluso mediante la mejora de la capacidad de gestión financiera pública y la implementación de marcos económicos de mediano plazo. La creación y utilización de un margen de maniobra fiscal para mejorar la infraestructura de transporte y los servicios atención de la salud y educación, y la instauración de programas de reducción de la pobreza bien focalizados debería ser una prioridad del sector público. Para facilitar el crecimiento del sector privado, se debe avanzar sin pausa en la reforma del entorno empresarial, incluso reduciendo los costos iniciales de las nuevas empresas. En el sector financiero debería fortalecerse la capacidad de supervisión bancaria y ampliarse el campo de regulación y supervisión del sector. Algunos países también deben adoptar medidas para aumentar la integración de sus economías con las del resto del mundo.

## **CUADROS COMPLEMENTARIOS: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS CLAVE, POR REGIÓN**

Se pueden obtener datos adicionales en el siguiente sitio en Internet:  
[www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02).

**Economías de África: PIB real, precios al consumidor y balanza de pagos en cuenta corriente<sup>1</sup>**  
*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor <sup>2</sup>				Balanza de pagos en cuenta corriente			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>África</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>	<b>6,0</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,7</b>
Argelia	3,0	3,0	2,1	3,7	3,6	4,5	4,6	3,4	22,6	23,2	2,7	7,3
Angola	20,3	13,2	0,2	9,3	12,2	12,5	14,0	15,4	15,9	7,5	-3,4	2,2
Benín	4,6	5,0	3,8	3,0	1,3	8,0	4,0	2,8	-9,9	-8,2	-9,7	-9,1
Botswana	4,4	2,9	-10,3	4,1	7,1	12,6	8,4	6,4	14,3	7,0	-7,6	-16,3
Burkina Faso	3,6	5,0	3,5	4,1	-0,2	10,7	3,8	2,3	-8,3	-10,9	-10,8	-11,6
Burundi	3,6	4,5	3,2	3,6	8,3	24,4	12,9	8,3	-15,7	-14,2	-10,9	-8,3
Camerún	3,3	2,9	1,6	2,7	1,1	5,3	2,9	2,0	-0,8	-1,0	-7,2	-4,6
Cabo Verde	7,8	5,9	3,5	4,0	4,4	6,8	1,5	2,0	-8,7	-12,4	-18,5	-15,4
Chad	0,2	-0,2	1,6	4,6	-7,4	8,3	6,5	3,0	-10,6	-12,2	-20,8	-7,5
Comoras	0,5	1,0	1,0	1,5	4,5	4,8	4,9	2,1	-6,7	-11,3	-8,0	-10,4
Congo, República Democrática del	6,3	6,2	2,7	5,4	16,7	18,0	39,2	14,6	-1,5	-15,3	-14,6	-23,7
Congo, República del	-1,6	5,6	7,4	12,2	2,6	6,0	6,9	4,4	-9,4	-1,9	-11,2	2,1
Côte d'Ivoire	1,6	2,3	3,7	4,0	1,9	6,3	5,9	3,2	-0,7	2,4	24,6	1,1
Djibouti	5,1	5,8	5,1	5,4	5,0	12,0	5,5	5,0	-25,6	-39,2	-17,1	-17,5
Eritrea	1,3	1,0	0,3	1,4	9,3	12,6	14,0	14,5	-0,7	0,8	-3,7	-3,3
Etiopía	11,5	11,6	7,5	7,0	15,8	25,3	36,4	5,1	-4,5	-5,6	-5,6	-9,3
Gabón	5,6	2,3	-1,0	2,6	5,0	5,3	2,6	3,8	13,7	17,1	2,8	6,8
Gambia	6,3	6,1	3,6	4,3	5,4	4,5	6,4	5,7	-13,4	-16,7	-17,1	-17,6
Ghana	5,7	7,3	4,5	5,0	10,7	16,5	18,5	10,2	-12,0	-18,7	-12,7	-15,4
Guinea	1,8	4,9	0,0	2,7	22,9	18,4	4,9	9,4	-8,8	-12,0	-1,7	-4,4
Guinea-Bissau	2,7	3,3	1,9	2,5	4,6	10,4	0,4	2,5	9,5	-3,3	-3,1	-4,5
Guinea Ecuatorial	21,4	11,3	-5,4	-2,8	2,8	5,9	4,1	6,1	4,3	9,9	-5,3	0,0
Kenya	7,1	1,7	2,5	4,0	9,8	13,1	12,0	7,8	-4,1	-6,8	-8,1	-6,3
Lesotho	5,1	3,5	-1,0	3,1	8,0	10,7	7,7	6,5	12,7	-4,0	-15,1	-21,2
Liberia	9,4	7,1	4,9	6,3	13,7	17,5	7,3	5,0	-27,9	-25,9	-41,8	-60,7
Madagascar	6,2	7,1	-0,4	0,9	10,4	9,2	9,9	9,7	-14,6	-24,2	-18,7	-17,3
Malawi	8,6	9,7	5,9	4,6	7,9	8,7	8,6	8,2	-1,6	-7,8	-4,1	-5,5
Malí	4,3	5,1	4,1	4,5	1,5	9,1	2,5	2,1	-7,8	-8,4	-7,3	-7,6
Mauritania	1,0	2,2	2,3	4,7	7,3	7,3	4,9	5,8	-11,4	-15,7	-9,0	-16,4
Mauricio	4,2	6,6	2,1	2,0	9,1	8,8	6,4	4,0	-8,0	-8,7	-9,3	-10,6
Marruecos	2,7	5,6	5,0	3,2	2,0	3,9	2,8	2,8	-0,1	-5,4	-5,5	-4,7
Mozambique, República de	7,0	6,8	4,3	5,2	8,2	10,3	3,5	5,5	-12,2	-11,8	-12,1	-12,2
Namibia	5,5	2,9	-0,7	1,7	6,7	7,1	9,1	6,8	9,1	1,8	-1,0	-2,1
Níger	3,3	9,5	1,0	5,2	0,1	11,3	4,8	2,3	-7,8	-13,3	-21,2	-22,0
Nigeria	7,0	6,0	2,9	5,0	5,4	11,6	12,0	8,8	18,8	20,4	6,9	13,8
República Centroafricana	3,7	2,2	2,4	3,1	0,9	9,3	4,6	2,8	-6,2	-9,8	-9,5	-9,7
Rwanda	7,9	11,2	5,3	5,2	9,1	15,4	11,5	6,3	-2,4	-5,5	-6,8	-9,6
Santo Tomé y Príncipe	6,0	5,8	4,0	4,5	18,5	26,0	17,1	11,9	-29,9	-29,0	-31,1	-28,0
Senegal	4,7	2,5	1,5	3,4	5,9	5,8	-0,9	1,8	-11,8	-12,3	-11,7	-10,8
Seychelles	7,3	-1,9	-8,7	4,0	5,3	37,0	33,4	3,0	-23,4	-50,2	-24,2	-32,5
Sierra Leona	6,4	5,5	4,0	4,0	11,7	14,8	10,6	8,5	-3,4	-9,0	-9,1	-8,6
Sudáfrica	5,1	3,1	-2,2	1,7	7,1	11,5	7,2	6,2	-7,3	-7,4	-5,0	-6,5
Sudán	10,2	6,8	4,0	5,5	8,0	14,3	11,0	9,0	-12,5	-9,0	-11,2	-9,1
Swazilandia	3,5	2,4	0,4	2,6	8,2	13,1	7,8	6,9	-4,7	-5,4	-6,6	-7,1
Tanzanía	7,1	7,4	5,0	5,6	7,0	10,3	10,6	4,9	-9,0	-9,7	-9,9	-9,1
Togo	1,9	1,1	2,4	2,6	1,0	8,4	2,8	2,1	-3,9	-6,6	-6,9	-8,2
Túnez	6,3	4,6	3,0	4,0	3,1	5,0	3,5	3,4	-2,5	-4,2	-3,8	-2,9
Uganda	8,4	9,0	7,0	6,0	6,8	7,3	14,2	10,8	-3,1	-3,2	-5,5	-5,7
Zambia	6,3	5,8	4,5	5,0	10,7	12,4	14,0	10,2	-6,6	-7,2	-3,9	-2,9
Zimbabue <sup>3</sup>	-6,9	-14,1	3,7	6,0	-72,7	156,2	9,0	12,0	-10,7	-29,5	-21,4	-19,9

<sup>1</sup>Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

<sup>2</sup>De conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales en lugar de variaciones durante el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países.

<sup>3</sup>El dólar de Zimbabue dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU., preparadas por el personal técnico del FMI.

**Economías de Europa y de Asia central: PIB real, precios al consumidor y balanza de pagos en cuenta corriente<sup>1</sup>**  
 (Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor <sup>2</sup>				Balanza de pagos en cuenta corriente			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Europa central y oriental<sup>3,4</sup></b>	<b>5,5</b>	<b>3,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>1,8</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,9</b>
Albania	6,3	6,8	0,7	2,2	2,9	3,4	1,7	2,0	-9,1	-14,1	-11,5	-8,0
Bosnia y Herzegovina	6,8	5,5	-3,0	0,5	1,5	7,4	0,9	1,6	-12,7	-14,7	-8,8	-9,1
Bulgaria	6,2	6,0	-6,5	-2,5	7,6	12,0	2,7	1,6	-25,2	-25,5	-11,4	-8,3
Croacia	5,5	2,4	-5,2	0,4	2,9	6,1	2,8	2,8	-7,6	-9,4	-6,1	-5,4
Estonia	7,2	-3,6	-14,0	-2,6	6,6	10,4	0,0	-0,2	-17,8	-9,3	1,9	2,0
Hungría	1,2	0,6	-6,7	-0,9	7,9	6,1	4,5	4,1	-6,5	-8,4	-2,9	-3,3
Letonia	10,0	-4,6	-18,0	-4,0	10,1	15,3	3,1	-3,5	-21,6	-12,6	4,5	6,4
Lituania	8,9	3,0	-18,5	-4,0	5,8	11,1	3,5	-2,9	-14,6	-11,6	1,0	0,5
Macedonia, ex República Yugoslava de	5,9	4,9	-2,5	2,0	2,3	8,3	-0,5	2,0	-7,2	-13,1	-10,6	-9,7
Montenegro	10,7	7,5	-4,0	-2,0	3,5	9,0	3,4	2,1	-29,4	-29,6	-16,0	-11,0
Polonia	6,8	4,9	1,0	2,2	2,5	4,2	3,4	2,6	-4,7	-5,5	-2,2	-3,1
Rumanía	6,2	7,1	-8,5	0,5	4,8	7,8	5,5	3,6	-13,5	-12,4	-5,5	-5,6
Serbia	6,9	5,4	-4,0	1,5	6,5	11,7	9,9	7,3	-15,6	-17,3	-9,1	-10,6
Turquía	4,7	0,9	-6,5	3,7	8,8	10,4	6,2	6,8	-5,8	-5,7	-1,9	-3,7
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>5</sup></b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>2,1</b>	<b>9,7</b>	<b>15,6</b>	<b>11,8</b>	<b>9,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>
Rusia	8,1	5,6	-7,5	1,5	9,0	14,1	12,3	9,9	5,9	6,1	3,6	4,5
Excluido Rusia	9,9	5,4	-4,7	3,6	11,5	19,6	10,6	8,0	-1,3	1,1	0,6	4,0
Armenia	13,7	6,8	-15,6	1,2	4,4	9,0	3,0	3,2	-6,4	-11,5	-13,7	-13,7
Azerbaiyán	23,4	11,6	7,5	7,4	16,6	20,8	2,2	5,3	28,8	35,5	19,6	23,1
Belarús	8,6	10,0	-1,2	1,8	8,4	14,8	13,0	8,3	-6,8	-8,4	-9,6	-7,1
Georgia	12,3	2,1	-4,0	2,0	9,2	10,0	1,2	3,0	-19,7	-22,7	-16,3	-17,6
Kazajstán	8,9	3,2	-2,0	2,0	10,8	17,2	7,5	6,6	-7,8	5,1	-2,0	3,9
Moldova	3,0	7,2	-9,0	0,0	12,4	12,7	1,4	7,7	-17,0	-17,7	-11,8	-11,9
Mongolia	10,2	8,9	0,5	3,0	8,2	26,8	8,5	7,9	6,7	-13,1	-6,9	-10,3
República Kirguisa	8,5	7,6	1,5	3,0	10,2	24,5	8,0	6,7	-0,2	-8,2	-7,8	-12,4
Tayikistán	7,8	7,9	2,0	3,0	13,2	20,4	8,0	10,9	-8,6	-7,9	-13,7	-13,3
Turkmenistán	11,6	10,5	4,0	15,3	6,3	14,5	0,4	3,5	15,5	18,7	17,8	29,1
Ucrania	7,9	2,1	-14,0	2,7	12,8	25,2	16,3	10,3	-3,7	-7,2	0,4	0,2
Uzbekistán	9,5	9,0	7,0	7,0	12,3	12,7	12,5	9,5	7,3	12,8	7,2	6,7

<sup>1</sup>Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

<sup>2</sup>De conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales en lugar de variaciones durante el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países.

<sup>3</sup>Los datos de algunos países para el PIB real corresponden al producto material neto (PMN) o son estimaciones basadas en el PMN.

Los datos deben interpretarse como indicativos del orden de magnitud ya que en general no se dispone de datos fiables y comparables.

Especificamente, el crecimiento de la producción de las nuevas empresas privadas de la economía informal no se refleja enteramente en las cifras recientes.

<sup>4</sup>Para muchos países se ha utilizado el índice de precios al por menor para medir la inflación en los primeros años. En los últimos años, se han utilizado en general los índices de precios al consumidor, cuya cobertura es más amplia y actualizada.

<sup>5</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Economías de Asia y Oriente Medio: PIB real, precios al consumidor y balanza de pagos en cuenta corriente<sup>1</sup>**  
*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor <sup>2</sup>				Balanza de pagos en cuenta corriente			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>	<b>10,6</b>	<b>7,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>
Afganistán, República del	12,1	3,4	15,7	8,6	13,0	26,8	-9,3	7,6	0,9	-1,6	-0,9	-0,9
Bangladesh	6,3	6,0	5,4	5,4	9,1	7,7	5,3	5,6	1,1	1,9	2,1	1,0
Bhután	21,4	7,6	8,5	5,3	5,2	8,4	7,0	4,0	8,1	0,6	-3,1	-8,5
Brunei Darussalam	0,6	-1,5	0,2	0,6	0,3	2,7	1,2	1,2	50,7	50,6	35,2	36,8
Camboya	10,2	6,7	-2,7	4,3	7,7	25,0	-0,6	4,1	-2,7	-11,1	-5,5	-7,2
China	13,0	9,0	8,5	9,0	4,8	5,9	-0,1	0,6	11,0	9,8	7,8	8,6
Fiji	-6,6	0,2	-2,5	1,2	4,8	7,8	5,0	7,0	-17,4	-25,0	-25,9	-27,9
Filipinas	7,1	3,8	1,0	3,2	2,8	9,3	2,8	4,0	4,9	2,5	3,2	1,2
India	9,4	7,3	5,4	6,4	6,4	8,3	8,7	8,4	-1,0	-2,2	-2,2	-2,5
Indonesia	6,3	6,1	4,0	4,8	6,0	9,8	5,0	6,2	2,4	0,1	0,9	0,5
Islas Salomón	10,7	6,9	0,4	2,4	7,7	17,2	8,0	7,0	-12,4	-18,7	-11,1	-18,2
Kiribati	-0,5	3,4	1,5	1,1	4,2	11,0	9,1	2,8	-1,0	-0,9	-3,1	-6,3
Malasia	6,2	4,6	-3,6	2,5	2,0	5,4	-0,1	1,2	15,4	17,9	13,4	11,0
Maldivas	7,2	5,8	-4,0	3,4	7,6	11,9	5,5	4,5	-41,5	-51,7	-29,0	-22,9
Myanmar	11,9	4,0	4,3	5,0	32,9	22,5	6,9	4,7	9,2	4,0	1,5	-1,8
Nepal	3,2	4,7	4,0	4,1	6,4	7,7	13,2	11,8	0,5	3,1	4,2	1,0
Pakistán	5,6	2,0	2,0	3,0	7,8	12,0	20,8	10,0	-4,8	-8,3	-5,1	-4,8
Papua Nueva Guinea	6,5	7,0	3,9	3,7	0,9	10,7	8,2	5,0	1,8	2,8	-6,7	-4,7
República Democrática Popular Lao	7,5	7,2	4,6	5,4	4,5	7,6	0,2	3,0	-15,4	-16,5	-15,4	-8,1
Samoa	2,2	4,8	-5,5	-1,0	4,5	6,2	14,2	6,5	-16,1	-6,2	-2,1	-5,2
Sri Lanka	6,8	6,0	3,0	5,0	15,8	22,6	4,6	13,0	-4,3	-9,4	-1,2	-1,3
Tailandia	4,9	2,6	-3,5	3,7	2,2	5,5	-1,2	2,1	5,7	-0,1	4,9	2,7
Timor-Leste, República Democrática del	8,4	12,8	7,2	7,9	8,9	7,6	4,0	4,0	296,1	408,3	66,2	49,4
Tonga	-3,2	1,2	2,6	1,9	5,1	14,5	12,3	6,1	-10,4	-10,4	-8,8	-8,7
Vanuatu	6,8	6,6	3,0	3,5	3,9	4,8	4,3	3,0	-5,9	-6,2	-5,3	-4,8
Vietnam	8,5	6,2	4,6	5,3	8,3	23,1	7,0	11,0	-9,8	-11,9	-9,7	-9,4
<b>Oriente Medio</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>11,2</b>	<b>15,0</b>	<b>8,3</b>	<b>6,6</b>	<b>18,1</b>	<b>18,3</b>	<b>2,6</b>	<b>7,9</b>
Arabia Saudita	3,3	4,4	-0,9	4,0	4,1	9,9	4,5	4,0	24,3	28,6	4,1	11,4
Bahrein	8,1	6,1	3,0	3,7	3,3	3,5	3,0	2,5	15,8	10,6	3,7	6,2
Egipto	7,1	7,2	4,7	4,5	11,0	11,7	16,2	8,5	1,9	0,5	-2,4	-2,8
Emiratos Árabes Unidos	6,3	7,4	-0,2	2,4	11,1	12,3	2,5	3,3	16,1	15,7	-1,6	5,2
Irán, República Islámica del	7,8	2,5	1,5	2,2	18,4	25,4	12,0	10,0	11,9	6,7	3,0	3,6
Iraq	1,5	9,5	4,3	5,8	30,8	2,7	6,9	6,0	10,1	13,3	-28,4	-15,2
Jordania	8,9	7,9	3,0	4,0	5,4	14,9	0,2	4,0	-17,2	-11,3	-10,0	-8,8
Kuwait	2,5	6,3	-1,5	3,3	5,5	10,5	4,6	4,4	44,7	44,7	29,4	35,3
Líbano	7,5	8,5	7,0	4,0	4,1	10,8	2,5	3,5	-6,8	-11,6	-11,3	-10,5
Libia	7,5	3,4	1,8	5,2	6,2	10,4	5,0	4,5	40,7	40,7	16,7	24,0
Omán	7,7	7,8	4,1	3,8	5,9	12,6	3,3	3,0	8,3	9,1	-0,5	4,8
Qatar	15,3	16,4	11,5	18,5	13,8	15,0	0,0	4,0	30,4	28,0	10,8	25,3
República Árabe Siria	4,2	5,2	3,0	4,2	4,7	15,2	7,5	6,0	-3,3	-4,0	-3,2	-4,3
Yemen, República del	3,3	3,6	4,2	7,3	7,9	19,0	8,4	8,9	-7,0	-4,3	-5,2	-2,3

<sup>1</sup>Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

<sup>2</sup>De conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales en lugar de variaciones durante el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países.

**Economías de América: PIB real, precios al consumidor y balanza de pagos en cuenta corriente<sup>1</sup>**  
*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor <sup>2</sup>				Balanza de pagos en cuenta corriente			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
<b>América</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>
Antigua y Barbuda	6,9	2,8	-6,5	-1,5	1,4	5,3	-0,8	2,5	-32,9	-31,3	-29,4	-27,9
Argentina <sup>3</sup>	8,7	6,8	-2,5	1,5	8,8	8,6	5,6	5,0	1,6	1,4	4,4	4,9
Bahamas, Las	0,7	-1,7	-3,9	-0,5	2,5	4,5	1,8	0,6	-17,5	-13,2	-9,4	-10,3
Barbados	3,4	0,2	-3,0	0,0	4,0	8,1	3,5	5,2	-5,4	-10,5	-5,2	-5,9
Belice	1,2	3,8	1,0	2,0	2,3	6,4	2,7	1,8	-4,0	-10,2	-6,7	-5,6
Bolivia	4,6	6,1	2,8	3,4	8,7	14,0	4,3	4,5	12,0	12,1	1,1	1,3
Brasil	5,7	5,1	-0,7	3,5	3,6	5,7	4,8	4,1	0,1	-1,8	-1,3	-1,9
Chile	4,7	3,2	-1,7	4,0	4,4	8,7	2,0	2,3	4,4	-2,0	0,7	-0,4
Colombia	7,5	2,5	-0,3	2,5	5,5	7,0	4,6	3,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,1
Costa Rica	7,8	2,6	-1,5	2,3	9,4	13,4	8,4	5,0	-6,3	-9,2	-3,6	-4,8
Dominica	1,8	3,2	1,1	2,0	3,2	6,3	1,8	1,6	-28,7	-32,3	-32,4	-28,6
Ecuador	2,5	6,5	-1,0	1,5	2,3	8,4	5,0	3,0	3,5	2,3	-3,1	-3,0
El Salvador	4,7	2,5	-2,5	0,5	4,6	7,3	1,0	1,8	-5,5	-7,2	-1,8	-2,6
Granada	4,9	2,2	-4,0	0,0	3,9	8,0	1,4	3,2	-41,7	-40,9	-28,0	-26,9
Guatemala	6,3	4,0	0,4	1,3	6,8	11,4	2,2	3,9	-5,2	-4,8	-1,7	-3,3
Guyana	5,4	3,0	2,0	4,0	12,2	8,1	2,9	3,5	-18,0	-21,5	-19,1	-21,3
Haití	3,4	1,2	2,0	2,7	9,0	14,4	3,5	3,9	-0,3	-4,3	-2,6	-2,8
Honduras	6,3	4,0	-2,0	2,0	6,9	11,4	5,9	6,0	-10,3	-14,0	-9,1	-9,2
Jamaica	1,5	-0,9	-3,6	-0,2	9,3	22,0	9,4	8,7	-15,7	-19,8	-14,4	-11,5
México	3,3	1,3	-7,3	3,3	4,0	5,1	5,4	3,5	-0,8	-1,4	-1,2	-1,3
Nicaragua	3,2	3,2	-1,0	1,0	11,1	19,9	4,3	4,2	-17,6	-23,8	-15,3	-18,3
Panamá	11,5	9,2	1,8	3,7	4,2	8,8	2,3	2,6	-7,3	-12,4	-9,4	-12,4
Paraguay	6,8	5,8	-4,5	3,9	8,1	10,2	2,8	3,6	0,7	-2,1	0,5	-1,6
Perú	8,9	9,8	1,5	5,8	1,8	5,8	3,2	2,0	1,1	-3,3	-2,1	-2,3
República Dominicana	8,5	5,3	0,5	2,0	6,1	10,6	0,9	5,4	-5,3	-10,0	-6,1	-6,1
Saint Kitts y Nevis	0,9	2,4	-2,0	0,0	4,5	5,4	3,4	2,1	-24,2	-28,1	-22,8	-23,8
San Vicente y las Granadinas	7,0	0,9	-1,1	2,1	6,9	10,1	4,2	2,9	-35,1	-33,7	-29,5	-31,6
Santa Lucía	1,7	0,7	-2,5	-0,4	2,2	7,2	2,2	2,8	-40,6	-34,5	-16,0	-17,1
Suriname	5,4	6,0	1,5	3,5	6,4	14,6	7,5	6,0	-0,5	-0,3	-0,7	-2,4
Trinidad y Tabago	4,6	2,3	-0,8	2,0	7,9	12,1	7,2	5,0	25,7	25,5	11,2	16,9
Uruguay	7,6	8,9	0,6	3,5	8,1	7,9	7,5	7,4	-0,3	-4,6	-1,6	-2,0
Venezuela	8,4	4,8	-2,0	-0,4	18,7	30,4	29,5	30,0	8,8	12,3	1,8	5,4

<sup>1</sup>Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

<sup>2</sup>De conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales en lugar de variaciones durante el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países.

<sup>3</sup>Algunos analistas privados opinan que el crecimiento del PIB real ha sido inferior al declarado por las autoridades desde el último trimestre de 2008 y estiman que la inflación, medida por el índice de precios al consumidor, ha sido considerablemente más alta. Las autoridades han creado un consejo de asesores académicos para evaluar estas cuestiones.

**Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general<sup>1</sup>**

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Promedio 1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
<b>Principales economías avanzadas</b>										
Saldo efectivo	-2,7	-4,7	-4,1	-3,3	-2,3	-2,2	-4,6	-10,1	-9,0	-5,7
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,4	-1,1	-0,3	0,0	0,5	0,7	-0,6	-4,6	-4,1	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,3	-3,3	-2,9	-2,5	-2,0	-1,7	-3,3	-5,2	-5,4	-3,9
<b>Estados Unidos</b>										
Saldo efectivo	-1,6	-4,8	-4,3	-3,2	-2,2	-2,8	-5,9	-12,5	-10,0	-6,7
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,6	-1,2	0,1	0,8	0,9	0,7	-0,8	-4,5	-3,9	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-1,0	-2,4	-2,2	-1,7	-1,4	-1,4	-3,4	-5,1	-5,3	-3,1
Deuda neta	45,9	40,8	42,4	42,7	41,8	42,3	47,9	58,2	66,8	84,9
Deuda bruta	64,4	60,2	61,2	61,4	60,9	61,9	70,4	84,8	93,6	108,2
<b>Zona del euro</b>										
Saldo efectivo	-2,9	-3,0	-2,9	-2,5	-1,2	-0,6	-1,8	-6,2	-6,6	-3,5
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,2	-0,8	-0,6	-0,6	0,7	1,8	1,2	-2,9	-3,1	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,7	-2,8	-2,7	-2,6	-2,0	-1,8	-2,5	-4,0	-4,2	-3,2
Deuda neta	59,4	59,7	60,3	60,5	58,6	56,2	59,0	68,6	74,6	83,7
Deuda bruta	68,6	68,7	69,1	69,6	67,8	65,7	69,2	80,0	86,3	95,6
<b>Alemania<sup>3</sup></b>										
Saldo efectivo	-2,4	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,5	-0,1	-4,2	-4,6	0,0
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,0	-1,7	-1,9	-2,3	-0,4	0,9	1,0	-3,6	-3,3	0,0
Saldo estructural <sup>2,4</sup>	-2,0	-3,2	-2,8	-2,3	-1,4	-0,7	-0,6	-2,2	-2,7	0,0
Deuda neta	48,9	57,7	60,0	61,8	60,1	56,9	60,5	70,3	76,2	81,6
Deuda bruta	56,1	62,8	64,7	66,4	65,9	63,4	67,1	78,7	84,5	89,3
<b>Francia</b>										
Saldo efectivo	-3,5	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,4	-7,0	-7,1	-4,7
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,8	1,0	0,0	-3,2	-3,2	0,3
Saldo estructural <sup>2,4</sup>	-3,3	-4,0	-3,6	-3,4	-2,6	-3,1	-3,3	-4,0	-4,1	-4,7
Deuda neta	46,6	53,2	55,3	56,7	53,9	54,1	57,8	67,0	72,9	82,9
Deuda bruta	56,0	62,9	65,0	66,4	63,6	63,8	67,5	76,7	82,6	92,6
<b>Italia</b>										
Saldo efectivo	-4,7	-3,5	-3,5	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,6	-5,6	-5,3
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,3	-0,3	0,0	-0,4	0,8	1,6	-0,1	-3,4	-3,5	0,0
Saldo estructural <sup>2,4</sup>	-4,8	-3,5	-3,8	-4,3	-3,8	-2,4	-2,7	-3,7	-3,8	-5,3
Deuda neta	111,1	102,5	102,0	103,8	104,4	101,3	103,6	112,8	117,0	125,7
Deuda bruta	115,0	104,4	103,8	105,8	106,5	103,5	105,7	115,8	120,1	128,5
<b>Japón</b>										
Saldo efectivo	-5,5	-8,0	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,8	-10,5	-10,2	-8,0
Excluida la seguridad social	-6,8	-8,1	-6,6	-5,4	-4,1	-2,4	-4,8	-9,1	-8,9	-6,6
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,8	-2,2	-1,1	-0,8	-0,4	0,2	-1,7	-7,0	-5,5	-0,4
Saldo estructural <sup>2</sup>	-5,2	-7,1	-5,7	-4,7	-3,8	-2,6	-5,2	-7,6	-8,0	-8,0
Excluida la seguridad social	-6,8	-7,6	-6,4	-5,2	-4,0	-2,4	-4,5	-7,6	-7,7	-6,6
Deuda neta	42,7	76,5	82,7	84,6	84,3	80,4	88,1	104,6	115,0	143,5
Deuda bruta	117,2	167,2	178,1	191,6	191,3	187,7	196,6	218,6	227,0	245,6
<b>Reino Unido</b>										
Saldo efectivo	-2,5	-3,3	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,1	-11,6	-13,2	-6,8
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,3	-0,4	0,1	-0,3	0,0	0,4	-0,1	-4,9	-4,7	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,2	-2,8	-3,3	-3,0	-2,6	-2,9	-5,5	-9,0	-9,6	-6,2
Deuda neta	37,6	33,7	35,5	37,3	38,0	38,3	45,6	62,1	75,1	91,8
Deuda bruta	43,1	38,5	40,2	42,1	43,2	44,1	52,0	68,7	81,7	98,3
<b>Canadá</b>										
Saldo efectivo	-1,8	-0,1	0,9	1,5	1,6	1,6	0,1	-4,9	-4,1	0,0
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,0	-0,7	-0,1	0,5	1,0	1,2	-0,5	-4,6	-4,1	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-1,6	0,3	0,9	1,3	1,1	1,0	0,4	-2,2	-1,6	0,0
Deuda neta	58,7	38,7	35,2	30,6	26,5	23,5	22,2	28,2	31,3	29,4
Deuda bruta	92,6	76,6	72,6	71,0	68,0	64,2	62,7	78,2	79,3	68,9

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1 del apéndice estadístico.

<sup>1</sup>Los datos de la deuda se refieren al final del año. No siempre es posible comparar los datos de la deuda de los distintos países.<sup>2</sup>Porcentaje del PIB potencial.<sup>3</sup>A partir de 1995, el gobierno general se hizo cargo de las obligaciones de amortización y servicio de la deuda del Fondo Fiduciario Alemán (y de varios otros organismos). Esta deuda es equivalente al 8% del PIB, y el correspondiente servicio de la deuda representa entre ½% y 1% del PIB.<sup>4</sup>No incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, incluidas las licencias.

**Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos<sup>1</sup>**

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio 1998–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>											
Flujos financieros privados netos	77,9	78,2	53,0	177,5	226,5	285,7	262,0	696,5	129,5	-52,5	28,3
Inversión privada directa neta	152,0	170,7	151,6	150,0	191,6	251,7	254,4	411,2	425,0	279,0	269,5
Flujos privados netos de cartera	-2,7	-47,1	-45,9	1,8	17,7	32,7	-32,4	88,1	-85,4	-99,8	-110,4
Otros flujos financieros privados netos	-71,3	-45,4	-52,8	25,7	17,2	1,2	39,9	197,1	-210,1	-231,6	-130,8
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-4,7	16,6	25,6	-48,9	-46,1	-83,4	-140,2	-69,5	-105,7	50,3	-14,2
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-38,2	-89,4	-153,3	-302,6	-425,2	-541,6	-719,1	-1227,3	-676,9	-360,2	-569,2
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente <sup>4</sup>	-9,7	48,0	80,7	149,6	223,8	448,3	659,7	664,5	724,6	355,6	548,1
<b>África</b>											
Flujos financieros privados netos	6,3	1,9	0,5	3,8	17,5	16,9	6,9	30,0	28,5	21,0	45,9
Inversión privada directa neta	7,6	23,1	13,6	17,4	15,9	23,4	20,3	31,5	41,9	26,4	32,2
Flujos privados netos de cartera	2,5	-6,4	-1,4	-0,5	10,5	5,9	17,1	9,8	-20,8	5,2	8,5
Otros flujos financieros privados netos	-3,8	-14,8	-11,7	-13,1	-8,9	-12,5	-30,5	-11,3	7,5	-10,6	5,2
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	0,9	5,6	5,2	4,2	2,4	8,3	6,6	6,6	6,0	15,6	16,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-3,9	-10,4	-5,7	-10,9	-31,6	-43,2	-54,5	-61,1	-53,6	13,9	-22,4
<b>América</b>											
Flujos financieros privados netos	57,9	38,5	6,4	20,9	15,7	50,3	36,9	112,2	67,0	24,8	40,4
Inversión privada directa neta	66,6	69,3	51,3	38,1	50,1	53,7	29,5	86,6	90,4	71,1	70,1
Flujos privados netos de cartera	8,0	-13,8	-15,2	-12,5	-24,3	5,1	11,5	38,4	-20,6	-16,5	4,9
Otros flujos financieros privados netos	-16,7	-16,9	-29,7	-4,8	-10,2	-8,5	-4,1	-12,8	-2,9	-29,7	-34,6
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	8,6	27,7	16,4	3,5	-9,2	-41,1	-43,6	-0,9	3,6	27,5	7,6
Variación de las reservas <sup>3</sup>	2,5	1,8	1,5	-33,6	-22,2	-33,5	-50,3	-133,1	-51,5	-19,3	-18,1
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>5</sup></b>											
Flujos financieros privados netos	-5,9	-0,8	-1,6	22,9	1,6	22,9	56,2	124,9	-97,4	-98,5	-17,8
Inversión privada directa neta	4,2	4,9	5,1	5,4	13,2	11,7	21,4	28,3	49,1	16,6	25,7
Flujos privados netos de cartera	0,1	0,9	0,6	0,8	-0,2	-3,7	12,7	15,8	-31,3	2,6	6,3
Otros flujos financieros privados netos	-10,2	-6,6	-7,4	16,7	-11,4	14,9	22,1	80,9	-115,2	-117,8	-49,9
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-12,7	2,6	6,6	-13,2	-6,2	-11,9	-30,2	-1,6	-25,7	20,8	17,8
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-4,8	-14,4	-15,1	-32,7	-54,9	-77,1	-127,8	-168,1	33,2	20,8	-78,3
<b>Economías emergentes de Asia</b>											
Flujos financieros privados netos	-12,9	30,5	51,0	81,1	143,1	90,2	54,9	200,6	35,7	-54,3	-113,0
Inversión privada directa neta	53,0	46,3	60,1	58,6	68,0	93,7	84,7	153,1	139,8	93,4	65,6
Flujos privados netos de cartera	-10,1	-18,5	-12,1	23,9	38,9	15,4	-50,9	63,2	7,9	-85,2	-127,5
Otros flujos financieros privados netos	-55,8	2,7	2,9	-1,4	36,2	-18,9	21,0	-15,6	-112,1	-62,5	-51,1
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	8,9	-2,7	-10,2	-17,8	0,8	0,5	-2,4	6,2	-0,3	3,6	5,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-21,2	-58,8	-110,8	-166,8	-258,8	-235,2	-322,6	-629,5	-437,5	-329,3	-344,3
<b>Europa central y oriental</b>											
Flujos financieros privados netos	28,8	16,1	16,5	39,0	52,3	103,4	118,8	185,5	154,7	6,4	47,1
Inversión privada directa neta	15,6	17,7	13,0	15,1	31,7	40,0	64,4	77,1	69,3	31,8	37,4
Flujos privados netos de cartera	2,3	2,2	0,6	5,6	17,0	18,9	-0,4	-2,9	-9,9	-7,5	4,7
Otros flujos financieros privados netos	10,9	-3,7	3,0	18,3	3,5	44,5	54,7	111,3	95,3	-18,0	5,0
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	1,0	-4,2	15,5	5,1	9,8	3,1	3,8	-6,4	21,1	34,5	14,7
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-7,2	-1,7	-8,0	-10,8	-12,8	-44,1	-32,7	-36,3	-5,7	-1,9	-0,6
<b>Oriente Medio</b>											
Flujos financieros privados netos	3,7	-8,1	-19,7	9,9	-3,7	2,0	-11,6	43,3	-58,9	48,0	25,8
Inversión privada directa neta	4,8	9,4	8,5	15,4	12,7	29,3	34,1	34,7	34,5	39,5	38,5
Flujos privados netos de cartera	-5,4	-11,5	-18,3	-15,5	-24,3	-9,0	-22,5	-36,1	-10,7	1,5	-7,4
Otros flujos financieros privados netos	4,3	-6,0	-9,8	10,0	7,8	-18,4	-23,2	44,7	-82,8	7,0	-5,3
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-11,4	-12,4	-7,8	-30,7	-43,8	-42,2	-74,4	-73,4	-110,2	-51,6	-76,1
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-3,7	-5,9	-15,0	-47,8	-44,9	-108,5	-131,3	-199,3	-161,9	-44,4	-105,4
<b>Partidas informativas</b>											
<b>Exportadores de combustibles</b>											
Flujos financieros privados netos	-6,8	-13,9	-30,0	21,8	-9,0	2,8	8,1	117,9	-223,1	-88,1	-22,3
<b>Otros países</b>											
Flujos financieros privados netos	84,7	92,1	82,9	155,7	235,5	282,9	253,9	578,7	352,7	35,6	50,6

<sup>1</sup>Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta, otros flujos financieros privados y oficiales netos y las variaciones de las reservas.<sup>2</sup>Excluidas las donaciones e incluidas las transacciones en activos y pasivos externos realizadas por organismos oficiales.<sup>3</sup>El signo menos indica un aumento.<sup>4</sup>La suma del saldo en cuenta corriente, los flujos financieros privados netos, los flujos oficiales netos y la variación de las reservas equivale, con signo contrario, a la suma de la cuenta de capital y los errores y omisiones.<sup>5</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

